

*Questo lavoro è frutto di un'elaborazione più articolata che sarà a breve a disposizione, che ha come unico tema quello del "denaro".  
Qui si prende di petto la crisi finanziaria del 2007/08, comunemente conosciuta come "crisi dei mutui subprime" che ha investito l'economia americana e i cui effetti cominciano a vedersi anche in Europa.  
E' una chiave di lettura, di analisi e di ricerca; il frutto del lavoro di un compagno che molto volentieri, dato l'interesse che ha suscitato, mettiamo a disposizione di tutti, convinti che possa essere d'aiuto ad una maggiore comprensione sulle cause e le conseguenze di questa nuova fase dell'economia politica.*

Centro di Documentazione "Wacatanca"  
Novembre 2008

2007-2008: il capitale in crisi

# **2007-2008: il capitale in crisi**



# 2000: la crisi della New Economy

Una grave crisi finanziaria si è manifestata dall'agosto 2007 a partire dagli USA. Qui cercheremo non solo e tanto di descriverla, quanto di ricercarne le origini, cogliendo anche l'occasione per verificare la validità e attualità di alcune fondamentali categorie marxiane.

La lettura che per lo più viene fatta individua le cause di questa crisi nella finanziarizzazione che da ormai qualche decennio, e in crescendo, caratterizza questa fase dell'economia capitalistica e in particolare nell'accelerazione verificatasi dal 2000 in poi nella creazione di nuovi strumenti finanziari "*creativi*", i cosiddetti derivati, da parte di istituzioni finanziarie fuori controllo e animate da una spericolata e irrefrenabile ricerca di profitti. Tutto vero; ma è proprio questo processo di finanziarizzazione che va a sua volta spiegato per comprendere quanto sta succedendo.

Occorre intanto partire dalla crisi della cosiddetta New Economy del 2000.

Negli anni '90 le imprese americane avevano fatto fronte ad una fase caratterizzata da una forte "*precarietà*" del saggio di profitto e da una conseguente acutizzazione della con-

correnza (anche a livello mondiale), con una ristrutturazione produttiva fondata soprattutto su un'ondata di nuovi investimenti.

In quegli anni per ottenere guadagni di produttività sempre più forti si è investito molto e progressivamente sempre di più soprattutto in nuove tecnologie infotelematiche (TIC): il risultato in termini di produttività alla lunga non ha però compensato i costi della crescita dell'intensità di capitale, e quindi la sostituzione di capitale a lavoro, fattore determinante nella crescita della produttività stessa.

La crescita dell'intensità di capitale (rapporto tra macchinari e lavoro), era stata favorita dal ribasso del prezzo relativo dell'investimento, che era stato del 3-4% l'anno in media, e in particolare del prezzo relativo dei computer, che era ribassato dal '92 al '94 del 20% l'anno e dal '95 al '98 del 35% l'anno. Per l'insieme delle TIC il ribasso del prezzo era stato del 6-7% l'anno dal '91 al '94 e del 12-13% l'anno dal '95 al '98.

La crescita di più di cinque punti del tasso d'investimento produttivo in volume dal '92 al 2000 ha corrisposto così ad una crescita di tre pun-

ti del tasso d'investimento produttivo in valore.

Questa forte svalorizzazione del capitale investito in macchinari informatici ha fatto sì che per tutta una fase della ripresa dell'accumulazione negli anni '90 la quantità di capitale fisso, cioè il valore del macchinario, in rapporto al prodotto (produttività del capitale), non sia aumentata nonostante i massicci investimenti in volume. Per questa ragione anche la composizione organica del capitale non è cresciuta; la produttività del capitale è, infatti, un indice delle evoluzioni del peso relativo del valore del macchinario e permette di farsi un'idea sulla dinamica della composizione organica, anche se questa ultima indica un altro rapporto, quello tra capitale costante (cioè valore dei macchinari e delle materie prime) e capitale variabile (cioè valore della forza lavoro).

Ricordiamo che per Marx l'importanza della dinamica della composizione organica è data dal fatto che il capitale costante si limita a trasmettere al prodotto il proprio valore, cioè si riproduce senza aggiungere alcun nuovo valore; non produce quindi nessun plusvalore. Invece il valore del capitale variabile si accresce nel corso del processo di produzione, dal momento che il consumo della merce forza lavoro all'interno del processo di produzione permette la creazione

di un valore aggiuntivo oltre a quello necessario alla riproduzione del valore della forza lavoro stessa.

Poiché, con l'introduzione di un nuovo macchinario la massa complessiva di lavoro vivo applicato ai mezzi di produzione decresce in rapporto al valore di questi stessi mezzi di produzione e un'aliquota minore del capitale totale sborsato si converte in lavoro vivo, questo capitale totale succhia, proporzionalmente alla sua grandezza, meno pluslavoro. Dunque la dinamica della composizione organica ha riflessi importanti sul saggio di profitto.

La svalutazione del capitale costante ha dunque dato un sostanziale contributo al fatto che il peso, in termini di costi per il capitale, della crescita dell'intensità di capitale, non si sia manifestata subito, favorendo così la crescita degli investimenti e dell'accumulazione per una buona parte degli anni '90. D'altra parte, la sostituzione di capitale a lavoro si è intensificata sempre più nel corso del decennio: l'introduzione delle nuove tecnologie e la modernizzazione del capitale produttivo è stata un obbligo per le imprese, se non volevano essere spazzate via dalla concorrenza. Spinte da questa costrizione oltre misura, questa ondata di investimenti in nuove tecnologie ha implicato dei costi che sono cresciuti molto rapidamente.

Con lo sviluppo dell'accumulazione, il peso del macchinario si è accresciuto infine non solo in volume, ma anche in valore ad un livello tale da generare una riduzione della produttività del capitale.

Si è verificato ciò che già rivelava Marx nel capitale: *“Il valore del capitale costante non cresce in proporzione alla sua massa; infatti, col crescere della produttività anche i costi dei macchinari diminuiscono. D'altra parte il ribasso relativo dei costi dei mezzi di produzione determinato dalla crescita della produttività, non esclude che la somma assoluta del loro valore aumenti, poiché il saggio assoluto del loro impiego cresce enormemente con lo sviluppo della produttività stessa e con l'aumento, che vi si accompagna, della scala di produzione; la loro massa cioè cresce più rapidamente di quanto diminuisca il loro valore”*.

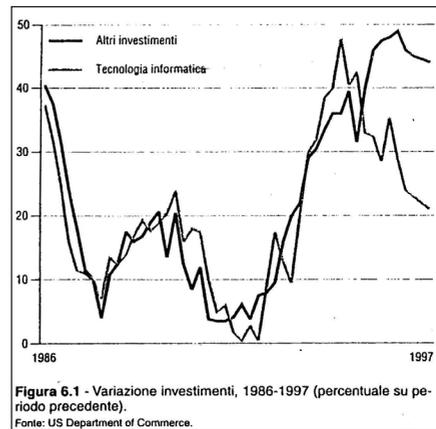
Gli effetti di questo sforzo di investimenti tra il '95 e il 2001 sono riassunti in questi dati: il capitale produttivo è cresciuto in volume del 6% l'anno (negli anni '80 del 3%!); il rapporto capitale/ore lavorate è aumentato del 4% l'anno; la produttività del capitale è diminuita di 1,75% l'anno.

In rapporto alla produzione è stato necessario sempre meno lavoro, ma ci sono volute sempre più macchine. E' cresciuta così ad un certo punto anche la composizione organica del capitale, con le sue conseguenze ne-

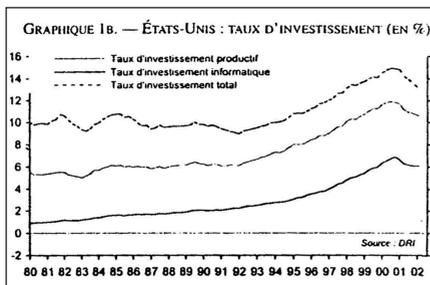
gative sul saggio di profitto.

I costi della crescita dell'intensità di capitale non sono stati neanche compensati dal contributo gratuito alla crescita della produttività del lavoro dato dai miglioramenti nell'organizzazione del lavoro e nella gestione delle imprese che le nuove tecnologie hanno garantito; né dalla crescita del saggio di sfruttamento dovuta all'aumento dell'intensità e durata del lavoro, che pure è stata particolarmente significativa negli anni '90 in USA.

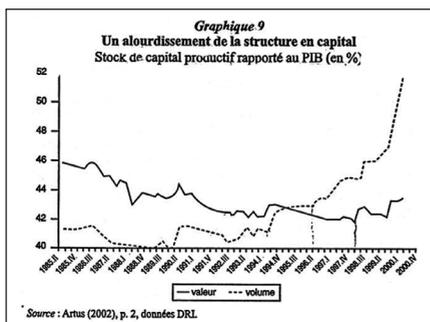
Ad un certo grado di crescita del processo di accumulazione questi fattori non hanno più compensato l'aumento del capitale costante.



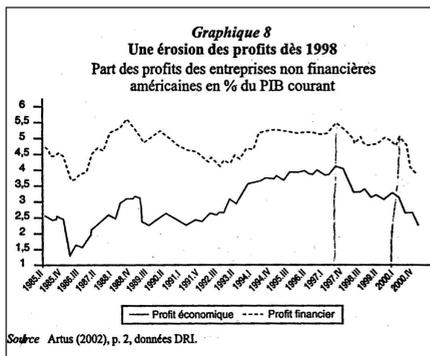
L'accumulazione



### L'accumulazione



### La produttività del capitale



### I profitti

Sono queste contraddizioni di fondo ad aver determinato una svolta nella crescita del saggio di profitto fin dal '97.

A questa svolta, seppur in via subordinata, ha contribuito anche un altro fattore, d'abitudine legato alla crescita del tasso di accumulazione. Questo ultimo infatti porta a un progressivo restringimento dell'esercizio industriale di riserva, rilevato dal decrescere del tasso di disoccupazione, e quindi in genere ad una crescita dei salari. Questo ultimo fenomeno si manifestò proprio nel '97, con una lieve ripresa dei salari e del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP); la massa dei salari versati dal settore privato crebbe del 30% tra il '97 e il 2001, il PIL del 21,5%.

Di fronte alla svolta nel saggio di profitto la FED (Banca Centrale USA), pur ritenendone (come di consueto!), principalmente responsabile la crescita del costo di lavoro, e pur avendo sempre considerato la riduzione del tasso di disoccupazione il segnale più significativo per operare una stretta monetaria, si affidò alla forte crescita della produttività manifestatasi in seguito agli investimenti in TIC, per contrastare la crescita del CLUP, e decise di sostenere ulteriormente (e artificiosamente!) l'accumulazione con una politica monetaria espansiva; questa infatti da un lato garantiva un finanziamento facile per le imprese, sia in Borsa che attraverso il sistema bancario, riducendo il costo finanziario dei nuovi investimenti, dall'altro sosteneva i con-

sumi permettendo una estensione dei volumi di produzione.

Il basso costo del denaro favorì una crescita vorticosa dei processi di centralizzazione, dell'indebitamento di imprese e famiglie, della finanziarizzazione dell'economia e di attrazione di investimenti dall'estero; tutti elementi che dissimularono gli squilibri maturati all'interno del processo di accumulazione, venuti alla luce nel '97. Ne conseguì un nuovo boom degli investimenti nelle tecnologie informatiche, insieme a quello della produttività. Il credito prolungò artificiosamente l'accumulazione, rendendone però più acuta la crisi che si manifestò chiaramente nel 2000, quando proprio gli investimenti in TIC, traino dell'economia americana negli anni '90, diventarono l'elemento scatenante della crisi. E con la caduta del comparto tecnologico, nel III° trimestre del 2000, comincia anche il declino del settore manifatturiero.

Vediamo più in dettaglio questi passaggi della crisi.

Nel contesto creato dalla politica monetaria espansiva e in presenza di una riduzione del saggio di profitto nell'industria tradizionale, i capitali finanziari si erano riversati sempre più nel settore ITC, in particolare su giovani imprese legate a Internet; la conseguente crescita fittizia della "New-economy" alimentò gli ordini

di computers, server, software, di cui quelle imprese erano forti utilizzatrici, e le imprese produttrici di beni di investimento in TIC avevano visto così esplodere i loro profitti (nonostante le contraddizioni che maturavano già al loro interno e nonostante il calo già in atto della domanda di beni TIC da parte dei settori tradizionali), e accrescere i loro investimenti. Ma a causa degli alti costi fissi e dei prezzi tirati verso il basso dalla facilità di entrata di nuove imprese nel settore della New economy (internet...), per queste ultime si accumularono perdite; quando cercarono di farsi rifinanziare pur essendo in forti perdite, la comunità finanziaria prese atto della sopravvalutazione fatta al loro riguardo e le più fragili videro presto cadere attività e valore borsistico. Si sgonfiò così anche il boom di investimenti in TIC di cui erano state protagoniste, con conseguenze gravi per i grandi produttori TIC.

Col rallentamento dell'accumulazione nei settori che utilizzano beni d'investimento TIC si sono manifestati con forza nel settore TIC stesso gli alti costi della crescita della produttività, l'alta composizione organica, la sovraccapacità produttiva.

La crisi si è poi velocemente trasmessa al resto dei settori manifatturieri, con una decelerazione tanto più forte quanto più grossa era stata la sovraccumulazione precedente.

In un bilancio del 2002 sulla crisi americana, la Banca d'Italia sosteneva che *“all'origine dell'andamento ciclico negativo c'è la caduta nell'accumulazione di capitale, particolarmente marcata per i beni delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC).”*

*Gli investimenti fissi lordi, cresciuti del 7,6% nel 2000, sono calati del 2% nel 2001; il loro contributo alla crescita, da positivo per 1,3 punti percentuali nel 2001, è divenuto negativo per 0,3 punti. Sulla dinamica di questo aggregato ha pesato l'andamento nel comparto TIC, dove all'incremento del 20,4% nel 2000 è seguita una flessione del 3,7% nel 2001; il calo ha riguardato anche gli investimenti in macchinari industriali e in mezzi di trasporto. Il drastico ridimensionamento della dinamica degli investimenti in TIC, osservato nel recente ciclo, non trova riscontro nella recessione dell'inizio degli anni '90, questo suggerisce che tali investimenti possono essere aumentati in misura eccessiva nella seconda metà degli anni 90, anche per le condizioni di finanziamento molto favorevoli”.*

La Banca d'Italia coglieva dunque la causa immediata della crisi nel sovrainvestimento in nuove tecnologie, ma non ne analizzava le ragioni di fondo né le ricadute negative sul saggio di profitto, che risalivano al '97, vera causa scatenante della

crisi. Si è verificata infatti, in realtà, a causa della crescita della composizione organica, una sovrapproduzione di mezzi di produzione *“in grado di funzionare come capitale”*, cioè, in grado di *“funzionare come mezzi di sfruttamento dei lavoratori a un saggio di profitto dato”* (Marx), ciò che nel modo di produzione capitalistico avviene periodicamente e necessariamente.

Il tentativo di favorire l'accumulazione con una politica monetaria non più guidata, come fino al '95, dall'obiettivo inderogabile di tenere a freno la crescita del PIL al 2,5%, al fine di impedire che la crescita della accumulazione mettesse in discussione il *“paradigma dell'insicurezza del posto di lavoro”* e quindi i profitti (e dunque l'accumulazione stessa), nell'illusione che le nuove tecnologie avrebbero permesso una crescita della produttività (e quindi dell'accumulazione), non costosa per il capitale... è fallito.

Si è confermato che nel capitale sviluppato l'accumulazione non può procedere accelerando oltre certi limiti, pena una ricaduta nella crisi vera e propria.

Quale è stata la reazione del capitale e dello Stato americano all'esplosione della crisi?

Anzitutto c'è stata da parte delle imprese una immediata riduzione dei costi, oltre che col crollo degli inve-

stimenti, con massicci licenziamenti ed un aumento dell'intensità e durata del lavoro. Quindi una crescita del saggio di sfruttamento. Infatti è cresciuta la produttività del lavoro nonostante gli scarsi nuovi investimenti.

L'occupazione nel settore manifatturiero ha subito una continua erosione. Il settore privato da inizio 2001 a inizio 2003 aveva perso complessivamente 2 milioni e 700.000 posti di lavoro: in nessun periodo post recessione dal dopoguerra si era vista una emorragia di posti di lavoro di tale entità. L'altra faccia dei licenziamenti è stata il proseguimento della crescita della produttività: si è prodotto di più con meno lavoratori. Dal IV trimestre 2001 al IV trimestre 2003 la produttività delle imprese non agricole crebbe quasi del 10%; nel 2002 del 5%, nel 2003 del 4,4%. A questi risultati, oltre ai licenziamenti massicci, ha contribuito la crescita dell'intensità e durata del lavoro, risultato della pressione dell'esercito industriale di riserva e della precarietà, entrambi accresciuti con la crisi. Come vedremo oltre, in questi anni le imprese USA hanno avviato anche un intenso processo di delocalizzazione, soprattutto verso Cina e India, per sfruttare la forza lavoro meno cara di questi paesi e usarla come ricatto verso i lavoratori americani.

E' così che da un crollo nel 2001 del 17%, il più grosso dagli anni 30,

i profitti sono cresciuti del 17% nel 2002 e del 18% nel 2003, sia per l'elevata crescita della produttività che per i bassi salari che hanno ridotto il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) del 2,5% nel 2002 e dell'1,2% nel 2003. Questi profitti non sono stati utilizzati però per nuovi investimenti produttivi, tanto che a inizio 2004 la differenza tra investimenti e autofinanziamento era di ben 80 miliardi di dollari, che gli stessi analisti borghesi prevedevano sarebbero stati impiegati in investimenti speculativi.

D'altra parte nella prima fase della crisi venne a galla anche il peso dell'indebitamento, tanto più che le imprese non potevano più finanziarsi vendendo montagne di azioni come negli anni '90, e le banche erano restie a finanziare le imprese, e restrinsero nel 2001 i crediti sotto i livelli della precedente crisi del '90-91.

Così le imprese hanno avuto difficoltà a trovare nuove fonti di finanziamento.

Il timore che la stretta creditizia, conseguenza della crisi del processo di riproduzione del capitale reale, potesse manifestarsi con maggior forza a causa di una crisi del sistema finanziario, con conseguenze ancor più gravi per l'economia reale, fu uno dei motivi che spinse la FED a intervenire con la riduzione del costo del denaro. Sin da inizio 2001 fu messo in atto un forte stimolo monetario: la

FED ridusse il tasso d'interesse, nel solo 2001, dal 6,5% all'1,75%.

Oltre che ad evitare un crollo ancor più pesante delle borse e del credito, che avrebbe fatto precipitare la crisi finanziaria e quella reale, i tagli dei tassi della FED furono finalizzati anche a sostenere i consumi, unico sbocco per le imprese americane a fronte della caduta degli investimenti e delle esportazioni; quindi unica via nell'immediato per tenere sotto controllo la crisi produttiva.

Il taglio dei tassi fece scendere nel 2001 di 40 miliardi la spesa per interessi, sostenendo così il consumo a credito. Non a caso i consumi hanno tenuto soprattutto per l'acquisto di auto e case nuove. Le industrie tradizionali così, grazie al sostegno alla domanda di auto e abitazioni, hanno potuto contribuire a sostenere la congiuntura, svolgendo un ruolo di ammortizzatore a fronte del generale ribasso della produzione delle imprese.

In particolare, gli investimenti in costruzioni crebbero nel 2001 del 16%. Nel momento peggiore della crisi, l'edilizia abitativa, e in generale l'industria delle costruzioni, fu un paracadute, sostenendo l'intera economia americana. Nell'immobiliare si è potuto investire molto soprattutto per il livello basso dei tassi sui mutui, dovuto ai tagli dei tassi FED, che hanno reso attraenti gli investi-

menti immobiliari, facendo crescere la domanda di case e il loro prezzo; e con l'aumento dei prezzi delle case si mirava a far crescere anche le spese dei consumatori. Le case di proprietà (più del 50% delle famiglie), rappresentano infatti il 25% della ricchezza delle famiglie americane. Già nei primi anni di questa politica di sostegno al settore immobiliare si temeva però una bolla che sarebbe potuta scoppiare non appena i tassi della FED fossero saliti.

La forza del consumo americano in questi anni di crisi fu dunque drogata e quindi precaria, basata come era sull'indebitamento favorito dai bassi tassi della FED.

Ma l'intervento dello Stato nella gestione della crisi non si limitò alla politica monetaria, investì anche la politica fiscale. Anzitutto i consumi furono sostenuti anche con un forte taglio delle tasse promosso dal governo americano. Con tre successive leggi, nel 2001-02-03, fu dato il via a una riduzione delle tasse pari a circa 1.300 miliardi di dollari in dieci anni, che favorì soprattutto i redditi medio-alti. Ma un ruolo importante per quanto riguarda la politica fiscale in funzione anticrisi, lo svolse in questi anni anche la spesa militare, che dall'autunno-inverno 2001 ebbe una forte accelerazione. Il peso determinante avuto dalla spesa militare nel sostenere l'economia in crisi si può

evidenziare con due esempi: tra il IV trimestre 2000 e il IV trimestre 2001 la spesa pubblica crebbe del 4,9%; senza di essa il PIL sarebbe diminuito dell'1,4% mentre crebbe dello 0,2% nel IV trimestre 2001; e la spesa per la difesa (22 miliardi), era cresciuta del 5,6% rappresentando un quinto dell'aumento della spesa corrente. Particolarmente significativo fu poi il II trimestre 2003 in cui il PIL crebbe del 3,3%, la spesa pubblica del 25,5%, quella militare del 45,8% (per la guerra in Irak), con un contributo bellico alla crescita del PIL dell'1,7%, più della metà!

Questa crescita della spesa pubblica e il taglio delle tasse ebbero un prezzo: da un attivo attorno all'1,3% del PIL nel 2000, il bilancio pubblico passò ad un passivo del 4,8% nel 2003.

A finanziare i tagli delle tasse e il rialzo della spesa militare USA fu comunque il resto del mondo. Non a caso l'entità del deficit estero americano, pari nel 2003 al 5% del PIL, corrispondeva a quella del deficit pubblico

Il debito estero USA (arrivato a 3.000 miliardi, un terzo del PIL, a fine 2004, per l'accumularsi continuo di disavanzi correnti con l'estero), è però denominato in dollari: infatti il dollaro costituisce il 65% delle riserve valutarie del mondo, il che si traduce in un credito gratuito agli USA, che

possono permettersi così un elevato deficit estero senza sacrificare il livello di vita interno. Nei primi anni del nuovo millennio un terzo dei titoli pubblici, un quinto delle obbligazioni private e il 10% delle azioni delle società americane erano detenuti dagli stranieri; e finché il mondo accetta di accumulare attività in dollari (titoli di Stato, azioni, obbligazioni), cioè finché i dollari fuoriusciti saranno investiti in titoli e attività reali americane, il debito non costituisce un problema per gli USA.

Come sosteneva la Banca d'Italia, di fronte ad un crollo degli investimenti diretti esteri (IDE) in USA a causa della crisi (passati dai 308 miliardi di dollari nel 2000 ai 30 nel 2002), *“nell'ultimo biennio (2002-03), gli afflussi riconducibili a investitori privati si sono ridimensionati. Di contro, una quota molto elevata degli afflussi di capitale è riconducibile ad investimenti di autorità estere”*; cioè da Banche Centrali estere e non di investitori privati attratti dagli alti profitti americani, come era stato negli anni '90.

*“Tra il 2001 e il IV trimestre 2003, la quota di titoli del tesoro detenuti da non residenti, per oltre metà autorità estere, è salita di oltre 7 punti percentuale, al 44,6%”*.

Sono state soprattutto le Banche Centrali asiatiche ad investire in titoli pubblici USA; la Cina nel 2003 era il

secondo detentore di carta finanziaria americana (126 miliardi di titoli del tesoro, 26 di azioni, ecc), dopo il Giappone (444 miliardi di titoli del tesoro e 193 di azioni).

Il perché di questo interesse delle Banche Centrali asiatiche per i titoli di Stato USA è presto detto: i paesi dell'area asiatica, con in testa Giappone e Cina hanno preferito in questa fase *“prestare soldi agli USA perché comperino le loro merci”*. Le Banche Centrali asiatiche hanno quindi acquistato massicciamente dollari con lo scopo di impedire una rivalutazione delle loro monete con conseguente caduta delle loro esportazioni. Così a fine 2003 *“le riserve internazionali dei principali paesi asiatici hanno raggiunto livelli pari, nel complesso, all'equivalente di circa 1.900 miliardi di dollari, di cui oltre 660 in Giappone e 420 in Cina”*. Le Banche Centrali asiatiche hanno poi reinvestito questi dollari in titoli pubblici americani.

D'altra parte l'intervento delle Banche Centrali asiatiche a sostegno del dollaro è risultato utile agli USA anche per un'altra ragione. Infatti una rivalutazione delle valute asiatiche (nonostante la richiesta in tal senso di una parte del capitale USA), colpirebbe lo stesso capitale americano, in particolare le grandi multinazionali, e la stessa Borsa USA, visto che quasi il 30% dei profitti delle società quotate in borsa viene dalle filiali estere, in

gran parte concentrate in Asia.

Più in generale si trattava di salvaguardare una delle strategie messe in atto dal capitale americano per far fronte alla crisi, cioè il processo di delocalizzazione in Cina e in altri paesi asiatici di parte del ciclo produttivo. Le esigenze di internazionalizzazione produttiva del capitale americano si sono proiettate soprattutto verso l'Est asiatico, in primo luogo la Cina, dove si è installata gran parte della nuova base produttiva del capitale americano, trasformandolo sempre più in una immensa fabbrica ad elevato saggio di sfruttamento e di profitto al suo servizio.

La Cina, che integrandosi nell'economia capitalistica mondiale ha ampliato il mercato del lavoro globale del 20%, mettendo così a disposizione delle multinazionali un immenso serbatoio di forza lavoro a basso costo, in questi anni diventa sempre più un elemento centrale nella gestione strategica di costi di tutti i grandi gruppi manifatturieri mondiali, americani in testa. Ben il 54% dell'export cinese viene prodotto da queste imprese. In particolare, l'export della Cina in USA è triplicato dal 94 al 2003, passando dai 121 miliardi di dollari del 94 ai 365 previsti nel 2003; e il 65% di questo incremento è dovuto alle imprese create in Cina, indipendentemente o in joint venture, dalle multinazionali, per lo più americane.

Da inizio 2002 infine c'è stata una graduale svalutazione del dollaro, conseguenza soprattutto di un voluto allentamento della *“politica del dollaro forte”*, per rivitalizzare la base industriale americana aprendogli nuovi sbocchi sul mercato mondiale, e quale via per ridurre il deficit estero senza dover rimettere mano all'indebitamento interno (pubblico e privato) e quindi senza rischiare un aggravamento della crisi. In sostanza si è trattato principalmente di una svalutazione competitiva che, insieme al rilancio del protezionismo, ha cercato di scaricare sugli altri poli capitalistici e sul Sud del mondo le contraddizioni interne all'economia americana. La valuta più colpita dalla svalutazione del dollaro è stata l'euro, che da inizio 2002 al febbraio 2004 si è rivalutata del 40%. Si è sostenuto così che *“è stata l'Europa finora a pagare la politica di disavanzo fiscale americana”*.

Da parte dello Stato USA dunque, dopo lo scoppio della crisi, sono sta-

ti messi in campo tutti gli strumenti di politica monetaria e fiscale possibili (consentiti solo dalla posizioni privilegiate di cui godono gli USA sul piano mondiale), funzionali ad evitare una sua precipitazione, con modalità inedite dai tempi della grande crisi del '29. Questo intervento ha effettivamente consentito all'economia americana di mantenere una crescita, per quanto debole, del PIL, anche nella fase acuta della crisi; dal 2000 si è avuto un solo trimestre negativo (nel 2001). E soprattutto ha consentito di evitare una crisi finanziaria e reale ancora più pesante e fuori controllo.

Il mix di politica monetaria e fiscale espansiva e di svalutazione del dollaro produsse infine una ripresa del PIL a ritmi più sostenuti dal II trimestre 2003, con una crescita degli investimenti produttivi del 7,3% (nel III trimestre del +11%, il balzo maggiore dal I trimestre 2000), e da agosto 2003 una lenta ripresa dell'occupazione.



# 2007-2008: riesplode la crisi

*Questa lunga descrizione sulle origini e sulla risposta data alla crisi americana del 2000, è stata necessaria perché vi troviamo tutti gli ingredienti per una spiegazione non superficiale della crisi del 2007-08. Ora, partendo dagli effetti della gestione che di quella crisi è stata fatta, esamineremo le modalità con cui si è ripresentata in una forma ancor più acuta oggi. Lo faremo attraverso una sintesi ragionata dei dati e dei commenti pubblicati dal giornale della Confindustria italiana, "Il sole 24 ore", che saranno anche una buona materia prima per una interpretazione di questa crisi sulla base di alcune fondamentali categorie marxiane, che cercheremo di esporre nelle conclusioni.*

Per la comprensione della dinamica che ha portato agli eventi del 2007/08, particolare importanza assume il ruolo svolto dalla politica monetaria nella fase post crisi.

La riduzione dei tassi FED per tre anni (2001-04), fino a raggiungere un minimo record del dopoguerra, permise alla fine all'economia americana (anche se per poco!), una crescita maggiore anche degli anni d'oro di fine secolo XX°.

Come si è visto, la politica monetaria della FED era stata principalmente indirizzata ad incentivare le famiglie ad indebitarsi sempre più (visto anche che i salari dovevano essere tenuti bassi), per stimolare il consumo: "in questi anni il motore della crescita economica è stato il credito: il credito totale interno americano è passato dal 150% del PIL nel '69 al 240% nel '90 al 340% di oggi [...] è questa crescita del credito ad aver alimentato consumo, investimenti e occupazione [...] settore immobiliare, credito al consumo e carte di credito sono stati incoraggiati all'inverosimile per aumentare il consumo". E in effetti il consumo in USA dal 2000 al 2007 è passato dal 68% al 72% del PIL (il resto è rappresentato da investimenti ed esportazioni); un record storico, a cui ha dato un contributo determinante in particolare il credito straordinario concesso per l'acquisto di case.

Con l'allentamento delle condizioni del credito sul mercato dei mutui acquistare una casa è stata infatti la causa prima di indebitamento delle famiglie; e ciò sia perché gli americani hanno preso a prestito denaro per acquistare case, sia perché le hanno usate come garanzia per ottenere al-

tri fondi dalle banche.

L'elevata domanda di case ha innescato una enorme crescita dei prezzi delle case, che non solo faceva sentire più ricchi i possessori ma permetteva di trasformare questo maggior valore in soldi sonanti, rinegoziando i mutui e chiedendo prestiti con garanzia ipotecaria. Ciò fu favorito da un sistema finanziario sempre più sofisticato: *“l'innovazione finanziaria ha trasformato ogni casa in un bancomat”*.

Sulla base di informazioni raccolte dal New York Times nel 2003, la FED e Bush in quegli anni scelsero consapevolmente, per rilanciare l'economia, di privilegiare la promozione di innovazioni finanziarie e l'aumento del numero di case di proprietà, a scapito della stabilità del mercato immobiliare.

La politica monetaria della FED in effetti favorì, facendo venir meno il rischio e l'incertezza per i grandi giocatori sui mercati finanziari, anche una crescita continua della innovazione finanziaria, con lo scopo di estendere il credito al massimo grado possibile: *“le autorità hanno permesso e fiancheggiato il processo di innovazione finanziaria intervenendo ogni volta che il sistema era a rischio”*.

Questo processo di innovazione finanziaria si reggeva anche sulla liberalizzazione finanziaria, affermata, su iniziativa del governo americano, nel corso degli anni '90, sia sul

piano interno che globale (la cosiddetta “globalizzazione finanziaria”).

Negli anni successivi alla crisi del 2000, l'innovazione finanziaria si è basata sulla valanga di liquidità (denaro) alimentata fundamentalmente attraverso due fonti.

La prima è costituita dall'immenso deficit commerciale USA, che ha inondato di dollari il mondo, in particolare la Cina e altri paesi asiatici e petroliferi: la moneta mondiale, rilevabile dalle riserve ufficiali delle Banche centrali, è cresciuta del 200% dal '97 al 2006: le riserve valutarie sono passate dagli 830 miliardi di dollari del '97 ai 3.300 del 2006. Tutti questi dollari sono tornati sotto forma di investimenti (finanziari), che in USA *“hanno inflazionato i prezzi delle case, i titoli di stato, i bond delle imprese, le materie prime e, anche se meno, le azioni”*.

L'altra fonte della crescita della liquidità è stato l'incremento dei profitti delle imprese nei paesi industrializzati. Le imprese, quelle americane peraltro rese ancor più redditizie dal taglio del fisco e dei tassi d'interesse, nel dopo crisi hanno investito meno di quanto hanno guadagnato, riversando il resto sui mercati finanziari. Secondo R. Rajan, capo economista del FMI fino al 2007, *“l'investimento nominale delle società in attività reali (scorte, proprietà immobiliari, impianti, macchinari, ecc), è stato ridot-*

*to, soprattutto in rapporto alle quantità che potrebbero essere garantite dalla elevata crescita della produttività negli ultimi anni, e una quota maggiore di risparmi (profitti!) aziendali è stata invece investita in attività finanziarie”.*

La spiegazione data è che “alcuni settori potrebbero avere investito troppo durante il boom tecnologico ed essere ancora in fase di ammortamento di questi investimenti”; in effetti gli investimenti produttivi non sono decollati dal momento che la politica economica espansiva, se ha ridato fiato nell'immediato ai profitti, non ha permesso una riduzione/distruzione di capitale sociale sufficiente a superare, in una prospettiva di medio-lungo periodo, quelle difficoltà di valorizzazione del capitale industriale, che avevano generato la crisi stessa.

Sempre R. Rajan (sul “Il Sole 24 ore” del 18/2/07, quando ancora l'attuale crisi finanziaria non si era manifestata), traeva alcune conclusioni interessanti riguardo alle conseguenze della grande liquidità generata da queste due fonti: “*lo squilibrio tra una crescita del risparmio a livello globale e la realizzazione di minori investimenti ha portato ad un eccesso di liquidità, soprattutto sul mercato dei crediti*”. Le implicazioni sarebbero state che: 1) questo eccesso di liquidità, data l'integrazione dei mercati, si è distribuita in aeree come la pro-

prietà immobiliare, con un rialzo dei prezzi in questo settore; 2) si è verificata una propensione ad investire in modo eccessivo da parte di imprenditori edili e famiglie; 3) di fronte ad una realtà con una gran quantità di acquirenti e troppo pochi strumenti di debito, i sistemi finanziari sofisticati (USA in testa), sono stati abili nel creare gli strumenti finanziari richiesti dal mercato.

Le banche stesse, a causa dello scarso indebitamento delle imprese per gli alti profitti e della abbondante liquidità a disposizione, hanno investito nella finanza, a scapito della loro attività tradizionale meno redditizia, trasformandosi in “commercianti di rischio”.

E' su queste basi che si è sviluppata “una finanza con molto debito, ad alto grado di leva ed elevati rischi, occultati da strumenti finanziari complessi”, di cui ora descriveremo i tratti essenziali.

Le grandi banche internazionali ne sono state le prime protagoniste: hanno messo da parte il modello tradizionale, quello di concedere prestiti e sopportare direttamente il rischio, per convertirsi ad un nuovo modello in cui i rischi originati con i prestiti vengono impacchettati, trasferiti all'esterno con strumenti sofisticati di finanza innovativa e collocati a un numero di operatori non regolati (fondi, assicurazioni, società finan-

ziarie, hedge funds, SIV), a caccia di rendimenti più elevati di quelli offerti dai prodotti tradizionali.

La caccia all'alto rendimento ha fatto spostare i capitali su attività sempre più rischiose.

Le banche hanno creato così artificialmente obbligazioni (titoli) garantiti dai flussi generati da una base sottostante di altre obbligazioni, prestiti bancari, cartolarizzazioni.

La carta in circolazione di qualsiasi livello di rischi veniva impacchettata per crearne altra che rendeva di più solo perché più "strutturata": un CDO ("salsicce" costruite mettendo insieme tanti titoli tra cui, come vedremo, quelli legati ai subprime), rende più di una cartolarizzazione (un prestito trasformato in titolo) che rende più di un titolo di Stato... Gli investitori (SIV, hedge, assicurazioni, altre banche), acquistavano CDO che garantivano alti rendimenti e contemporaneamente però si proteggevano attraverso alcuni derivati chiamati CDS, venduti anch'essi dalle banche e da società partecipate dai grandi assicuratori obbligazionari (come AMBAC e MBIA). Investivano in CDO dunque, ma pagavano, con i CDS, una assicurazione (poco costosa in rapporto ai rendimenti dei CDO), per proteggersi dal rischio di default.

I CDS (Credit Default Swap), sono polizze assicurative (scambiate

sui mercati internazionali), per vendere e comprare protezione contro il rischio di insolvenza di qualsiasi debitore; permettono cioè di assicurare i propri crediti in caso di insolvenza dei debitori. Anche le banche hanno utilizzato questi derivati sul credito per trasferire e polverizzare il rischio creditizio. Nel 2004 i CDS ammontavano a 8.000 miliardi di dollari, il doppio del 2003, ma nel 2008 erano arrivati a 45.000 miliardi.

La dimensione del mercato dei derivati (CDO, CDS...) è così cresciuta molto, sino a raggiungere nel mondo una cifra doppia delle attività finanziarie sottostanti e sei volte il PIL globale. Trenta anni fa non esistevano ancora. Da 100.000 miliardi di dollari nel 2002 i derivati sono passati a 516 mila miliardi a fine 2007 (35 volte il PIL USA).

Il trend dei derivati è stato sostenuto anche dal boom del private equity, dalle acquisizioni e fusioni (M/A) e in particolare dalle acquisizioni a leva finanziaria (LBO: Leveraged By Out).

I private equity (che controllano 500 miliardi di dollari), sono dei fondi chiusi che usano il capitale raccolto per investirlo in aziende a rischio per ristrutturarle; essi mettono mano sulle loro prede grazie al credito concesso dalle banche, e da queste (come si è visto), rigirato poi a prestatori non bancari attraverso i derivati. Essi so-

no impegnati quindi negli LBO, cioè nell'acquisto di imprese esistenti con massiccio ricorso all'indebitamento. I private equity hanno avuto in questi anni uno sviluppo abnorme.

Anche gli Hedge Funds, il cui peso va oltre i 1.400 miliardi di dollari di patrimonio, entrati sulla scena finanziaria negli ultimi 10-15 anni, hanno fatto largo uso della leva finanziaria. Grazie alla leva finanziaria, di cui hanno fatto uso e si sono appoggiate in maniera determinante in generale le attività finanziarie innovative create in questi anni, il capitale proprio è stato usato come garanzia per prendere a prestito un investimento molte volte superiore (il 20% di capitale proprio e l'80% di indebitamento era considerato nella norma!, ma il fondo Carlyle con un dollaro suo riusciva a farsene prestare 32 per acquistare CDO!).

Abbondanza di capitali e bassi tassi d'interesse hanno abbassato il costo della leva finanziaria moltiplicando le dimensioni dell'indebitamento e spingendo a investimenti più redditizi e rischiosi.

Questa trasformazione del circuito del credito nell'economia, avvenuta nell'ultimo decennio, frutto della liberalizzazione degli anni '90 (e della complicità della FED), ha comportato una crescita del credito senza precedenti a livello globale: il totale delle attività finanziarie è oggi più del tri-

plo (il 350%) del PIL mondiale ed era il 109% nel 1980!.

L'innovazione finanziaria ha consentito anche profitti enormi per le grandi banche internazionali: in soli tre anni, dal 2004 al 2007, i loro profitti sono passati da 200 a 400 e più miliardi di dollari. In USA i profitti del settore finanziario hanno rappresentato il 30% dei profitti totali.

L'innovazione finanziaria, riducendo il rischio corso dai prestatori, che lo possono trasferire ad altri e "polverizzarlo", ha aperto il mercato del credito a nuove categorie di debitori prima escluse; tra questi ci sono quelli che si sono potuti indebitare per acquistare case. In particolare le banche e le finanziarie hanno elargito mutui ai compratori senza chiedere il reddito (mutui subprime), o accontentandosi delle loro dichiarazioni (mutui ALT-A). Queste due categorie rappresentavano il 40% dei crediti per la casa erogati nel 2006.

Il subprime è un tipo di mutuo ancora inesistente nel '95, nel 2000 fu erogato per 50 miliardi di dollari, nel 2005-06 è salito a 400 miliardi l'anno. Nel 2007 ammontavano a circa 800 miliardi, il 10-12% del mercato dei mutui. Le banche hanno elargito questi tipi di crediti perché che il mutuo fosse ripagato non interessava più loro: causa la nuova finanza, centinaia di mutui venivano trasformati in titoli.

Vediamo meglio questo meccanismo:

- a) le società specializzate in subprime hanno concesso i mutui a tassi indicizzati elevati;
- b) per continuare ad elargire nuovi mutui, essi sono stati venduti al sistema bancario;
- c) ma le banche acquirenti non si sono tenute i mutui: esse hanno emesso obbligazioni garantite dai mutui stessi, che sono state vendute a fondi (hedge o normali gestori), assicuratori, altre banche e a SIV (società veicolo create dalle banche stesse ma tenute fuori dai loro bilanci). Chi ha comprato aveva però una idea vaga sulla affidabilità dei singoli debitori;
- d) infine questi titoli sono cresciuti su se stessi: su queste obbligazioni sono stati infatti poi creati dei CDO (cartolarizzazioni di cartolarizzazioni), e addirittura CDO di CDO, cioè cartolarizzazioni di cartolarizzazioni di cartolarizzazioni, che offrivano alti rendimenti. Questi CDO ecc..., sono stati inoltre assicurati con altri derivati sul rischio di credito, i CDS.

Dunque pochi mutui (il 90% circa dei subprime) sono stati impacchettati tante volte che hanno dato vita a un mercato obbligazionario enorme. Su questi mutui l'ingegneria finanziaria ha permesso di creare una leva di derivati e di derivati sui deriva-

ti difficilmente commensurabile, che ha moltiplicato anche i profitti di chi li ha emessi.

Questa piramide di strumenti finanziari, creata per consentire alle banche di non sopportare direttamente il rischio, ha fatto però sì che un rischio inizialmente piccolo si sia moltiplicato a dismisura, finendo nei portafogli di altri istituti finanziari, non solo americani ma di tutto il mondo; tutto ciò sperando che il flusso dei pagamenti da parte degli indebitati continuasse.

Ancora una volta però sono proprio le contraddizioni dell'economia reale a determinare un nuovo scenario.

Dal 30/6/2004, infatti, si è avviato un lento (perché una stretta creditizia cruenta, data l'impalcatura finanziaria messa in piedi, avrebbe fatto correre forti rischi al sistema bancario) ma persistente rialzo del tasso d'interesse della FED, che in due anni si è quintuplicato.

La FED ha cambiato linea monetaria a causa dei rischi provenienti sia dalla crescita dei prezzi delle materie prime, petrolio in testa, e degli alimentari, dovuta alla forte domanda dei paesi trasformatori come Cina e India, le nuove fabbriche del mondo, sia dall'elevato grado di utilizzazione delle risorse produttive negli stessi USA, velocemente tornate al massimo a causa della politica eco-

nomica espansiva che aveva impedito una adeguata distruzione di capitale sociale. Anche la disoccupazione si era ridotta “pericolosamente” per la FED.

L'8/5/2006 il presidente della FED, Bernanke, rileva il relativo surriscaldamento dell'economia americana: “*i tassi di utilizzo delle capacità produttive (di capitale e lavoro), si avvicinano ai massimi livelli sostenibili*”.

Nel 2006 dall'economia reale arrivano anche altri segnali preoccupanti: la produttività del lavoro cresce solo dell'1%, a fronte di una media del +3,2% l'anno tra il 2000 e il 2004. E ciò per il venir meno della forza innovatrice degli investimenti in TIC. Il CLUP nel IV trimestre 2006 cresce del 6,6% (la media del 2006 è del 3,2%, la più forte dal 2000). La crescita dei profitti aziendali cala nel IV trimestre 2006; gli investimenti sono bloccati.

Viene nuovamente alla luce dunque la sovrapproduzione.

La FED in questa situazione valuta il potenziale della crescita sostenibile senza pressione sui prezzi non più al 4%, come ipotizzava negli anni del dopo crisi, ma sotto il 3%; e rialza i tassi per la sedicesima volta in 2 anni.

Il rialzo del tasso FED tendeva anche a moderare l'eccesso dei prezzi delle abitazioni, per non fare esplodere la bolla immobiliare; e nel 2006

cominciano effettivamente a diminuire la vendita di nuove case e i loro prezzi.

E anche a causa della fine della bolla nel settore edilizio, nel 2006 inizia un rallentamento della crescita americana che passa dal 3% del 2005 al 2% del 2006.

La frenata dell'economia e il rallentamento del mercato immobiliare hanno cambiato la situazione, rendendo milioni di americani incapaci di pagare i mutui, con interessi spesso in aumento, visto che le banche iniziano a stringere il credito sui mutui. I clienti subprime hanno iniziato a non rimborsare le rate sui mutui: nel IV trimestre 2006 i subprime in difficoltà erano cresciuti del 13,3%, un record in 5 anni. Di qui ha preso avvio un effetto a catena sui fondi che avevano investito sui titoli legati ai mutui subprime e poi sulle banche. E' importante però qui rilevare che è stato il venire alla luce dei sintomi classici della sovrapproduzione ad avviare la crisi finanziaria, attraverso la mediazione del rialzo dei tassi FED.

Si è visto come già nella crisi del 2000 i costi della rivoluzione tecnologica avessero prevalso sui suoi benefici, incidendo negativamente sul saggio di profitto; la successiva ripresa, drogata dal sostegno al consumo attraverso il credito, non ha impedito che fin dal 2006 tornassero a galla le contraddizioni di fondo nell'eco-

nomia reale, con l'ulteriore dato negativo di un calo della crescita della produttività a causa della ormai avvenuta generalizzazione delle tecnologie infotelematiche; la riduzione della disoccupazione ha iniziato poi a minacciare di far lievitare i salari e di ridurre il tasso di sfruttamento, linfa vitale per la compensazione dei costi crescenti degli investimenti nei nuovi macchinari. Il rialzo dei tassi FED del 2004 tendeva proprio a far fronte a questo ritorno dei fenomeni caratteristici della sovrapproduzione. D'altra parte proprio questo rialzo dei tassi ha incrinato la strategia di sostegno artificiale all'accumulazione attraverso il credito al consumo e ha ingenerato la crisi finanziaria.

Anche l'internazionalizzazione della produzione ha mostrato le sue crepe: con lo sviluppo accelerato dell'accumulazione che la nuova divisione internazionale del lavoro ha stimolato in Asia e in particolare in Cina e India, il rischio di sovrapproduzione si è esteso a questa area, dove tra l'altro si è ingenerato un aumento del costo del lavoro. Inoltre la crescita industriale di questa area ha generato una crescita dei costi delle materie prime a livello mondiale.

Vediamo ora come questa crisi "reale", si è riflessa sul piano finanziario.

Come si è visto il primo riflesso è stato che il circolo virtuoso innescato

dal boom immobiliare si è spezzato: coi tassi sui mutui in rialzo e i prezzi delle case in discesa, molti debiti subprime sono falliti perché la casa, unico asset a garanzia, ha perso valore e non ha permesso ulteriori rifinanziamenti.

Quando i prezzi delle case sono diminuiti invece di continuare a crescere, anche gli investimenti finanziari si sono trovati in difficoltà: "ora se il debitore non paga le rate, l'immobile che garantisce il mutuo non può essere venduto al prezzo al quale era stato stimato, o è possibile farlo solo con molto ritardo; gli investitori hanno quindi difficoltà a pagare gli interessi sulle obbligazioni con le quali si erano finanziati e ad ammortizzarle, provocando una caduta del prezzo di tali obbligazioni. Ciò genera una crisi di liquidità per i fondi che le hanno comprate, che non sono più in grado di far fronte alle normali richieste di rimborso delle quote dei fondi stessi".

Così la crisi partita dai subprime si è propagata sulle obbligazioni garantite dagli stessi mutui, ed è deflagrata sugli investitori che più utilizzavano l'effetto leva, fino ad esplodere tra le banche ed infine sulla leva finanziaria.

Finché nuovo credito si è aggiunto a quello in essere, tutti sono stati in grado di prendere a prestito per ripagare il capitale e gli interessi; a un

certo punto però imprese e famiglie, la base reale del castello di carta, non sono più stati in grado di rimborsare e si è verificato un brusco passaggio dall'inflazione creditizia alle restrizioni del credito.

Si è rivelata la fragilità di un sistema monetario e finanziario basato sulla moltiplicazione continua dei mezzi liquidi, che può improvvisamente trasformarsi in demoltiplicazione violenta: *“in quasi tutte le crisi finanziarie il problema è il concetto di liquidità; che non si identifica con la creazione di moneta di ultima capacità di pagamento o in un flusso di contanti, ma con la fiducia relativa alla capacità di servire da mezzo di pagamento di uno strumento finanziario.*

*In un sistema a forte leva finanziaria, dire che il sistema è liquido, significava cioè che molti strumenti finanziari in esso usati possono fungere da contanti, sono cioè spendibili senza sacrificio per il loro valore nominale”* (M. De Cecco). Questa illusione svanisce però quando la catena creditizia si inceppa in qualche punto e crolla il castello di carta; e, in questa situazione, unico mezzo di pagamento accettato e ancora legittimato è la *“moneta di ultima capacità di pagamento”*. Si verifica quello che Marx descrisse come il subitaneo passaggio dal sistema del credito, fondato sulla fiducia, al sistema monetario, fondato su un reale controvalore equivalente.

La prima scossa legata ai subprime si ha a fine 2006, quando il secondo operatore nel mercato dei mutui, New Century, si trova sull'orlo del fallimento. A fine 2007 poi la Nova Star, la più grande società specializzata in questi prestiti, annuncia una perdita per pagamenti andati in protesto. A maggio tocca alla NBS; a giugno a due Hedge Funds controllati dalla banca d'investimento Bear Stearns; a luglio il capitale private equity ha difficoltà ad acquisire una quota della Chrysler e di Alliance Books, operazioni fondate su LBO. L'impossibilità di trovare i prestiti anche per i fondi più blasonati come KKR e Carlyle, segnalava che la crisi dei subprime si trasmetteva al mercato del private equity tramite le restrizioni del credito. Anche una azienda solida come Siemens ha avuto difficoltà per finanziare una acquisizione. I prestatori hanno smesso di erogare crediti. Se fino a due-tre settimane prima le banche gareggiavano nel prestare denaro per tutti i LBO e le acquisizioni possibili, ritenendo normale finanziare a medio-lungo periodo operazioni i cui debiti erano anche dieci volte gli utili operativi (Profitti), a questo punto non davano un soldo neanche ai progetti più forti.

*“Il problema è che nessuno sa quanto valgano davvero ora i 1.000 miliardi di CDO e gli 800 di titoli legati ai mutui emessi finora. La grande*

*paura è che il loro prezzo sia precipitato facendo emergere delle perdite per decine di miliardi. Nessuno vuole acquistare CDO ora e così 1.800 miliardi sono finiti nel limbo e la liquidità si è prosciugata e il credito azzerato anche per le grandi aziende”.*

E la crisi dei subprime è stata solo la scintilla.

Sempre nell’immobiliare i prestiti ALT-A sono stati cartolarizzati come i subprime: sono in circolazione 950 miliardi di cartolarizzazioni di questi mutui, che ora non hanno più mercato e rischiano di rimanere in carico agli investitori, tanto più che il tasso di default è salito in un anno dall’1,4% al 5,4%.

Le perdite degli istituti finanziari investono anche i prestiti auto, le cui insolvenze si moltiplicano. A fine novembre 2007 nell’auto le difficoltà di rimborso delle rate cominciano a mettere a rischio le finanziarie del settore, poiché anche per l’auto sono stati utilizzati prodotti strutturati per scaricare altrove i rischi di insolvenze. A rischio anche altri settori legati al credito al consumo, come le carte di credito, che hanno emesso il 18% dei prodotti strutturati circolanti in USA.

Il punto dunque è che *“questa è la crisi dell’intero processo di securitization (cartolarizzazione), che ha trasformato dei prestiti in titoli di mercato”.* *“Una enorme montagna di titoli*

*che ora vacilla: è stata emessa a prezzi che non rispecchiano il rischio effettivo, è stata quotata su mercati opachi, è stata distribuita con modalità che impediscono ora di capire su quali banche e in che misura ricadano i rischi”.* Il contagio finanziario poi può estendersi a tutto il sistema finanziario e nel mondo, aumentando i rischi di una crisi sistemica.

Dunque all’improvviso i nodi sono venuti al pettine: l’innovazione finanziaria, usata per ridurre e/o gestire il rischio, ha innescato una moltiplicazione di capitale fittizio, un castello di carta che alla fine è crollato. Le conseguenze non sarebbero gravi se non fosse stata contagiata la struttura bancaria; *“sono le banche che quando falliscono provocano grossi guai”.* Ma il crollo dei subprime ha messo in crisi infine proprio il sistema bancario.

Le innovazioni sono state utilizzate dalle banche per trasferire fuori dai propri bilanci i rischi di credito. Esse hanno così creato dal nulla un universo parallelo fatto di CDS, CDO, SIV, ma le perdite degli hedge funds, ecc... che avevano acquistato obbligazioni di cartolarizzazioni e CDO rischiosi indebitandosi, usando la leva finanziaria, si sono, alla fine, ripercosse sui loro finanziatori, le banche. E, in particolare, la crisi di liquidità ha raggiunto il sistema bancario perché i SIV, società fuori bilancio che

acquistavano derivati, i CDO, ecc, sono posseduti dalle banche stesse o comunque avevano ottenuto linee di credito da loro; i SIV hanno utilizzato l'effetto leva, i più vecchi di 12-16 volte, i più moderni fino a 40-70 (per un loro dollaro investito ne ottenevano 40-70 in prestito!). Così hanno moltiplicato i guadagni, ma anche le eventuali perdite per 70 volte!. E questi SIV hanno investito il 23% del loro patrimonio sui mutui subprime.

Ora, col crollo del valore dei derivati, questi SIV hanno dovuto chiedere, per evitare il default, in prestito il denaro alle loro banche sponsor. Le banche genitrici di questi fondi in crisi per i subprime, hanno preferito anche addossarsi le perdite comprando i titoli in questione. E' così che le difficoltà dei SIV si sono trasferite sulle banche che si sono ritrovate in crisi di liquidità. Esse ora *“devono pescare nei grassi profitti ed espandere il loro attivo per far fronte agli impegni e temono di non avere liquidità sufficiente”*.

Le difficoltà riguardano tutte le maggiori banche d'affari (Lehman Brothers, Barclays, S. P. Morgan, Bear Stearns), che devono far fronte alla crisi dei loro SIV e dei loro Hedge Funds; un colosso bancario come HSBC ha iniettato ben 45 miliardi di dollari in due dei suoi SIV. Le perdite dichiarate per le banche a marzo 2008 ammontano a 200 miliardi di

dollari. Nel frattempo tutti i titoli derivati hanno perso valore ma anche le obbligazioni societarie e le azioni.

*“Ormai nessuno compra più niente che non sia ipersicuro, come i titoli di Stato”*.

A inizio 2008 va in tilt anche il mercato dei CDS: *“solitamente infatti a vendere queste polizze assicurative sono le grandi banche o alcuni gruppi americani come AMBAC e MBIA. Ma dato che le insolvenze aumentano e le banche hanno seri problemi, molti investitori iniziano a dubitare della solidità di queste controparti [...] il panico aumenta. AMBAC e MBIA crollano in borsa”* bloccando anche *“il mercato dei bond municipali USA (le obbligazioni emesse dagli ospedali, dalle scuole e dagli Enti locali), che i due colossi garantiscono [...] le Borse crollano [...] e anche alcune banche non ce la fanno più a stare in piedi”*; a marzo 2008 la quinta banca d'investimento americana, la Bearstearns, crolla, perdendo l'84% del suo valore: è stata ceduta a meno di un decimo di quanto valesse la settimana prima.

I CDO poi sono stati venduti a mezzo mondo e non è facile per le banche che li hanno comperati capire cosa c'è sotto questi derivati. Buona parte di questa spazzatura è finita in Europa, tanto che due banche tedesche nell'autunno 2007 sono state coinvolte (IKB e Sanchsen LB), e salivate in extremis.

In Inghilterra ci sono state addirittura file davanti agli sportelli per la crisi della banca NORTHERNROCK, che poi è stata nazionalizzata: una corsa ai depositi che non si vedeva dal 1860.

Le svalutazioni in carico alle banche per i subprime sono state valutate in 400-500 miliardi di dollari, di cui solo 200 finora sono stati ammessi. Dato che il totale dei profitti netti conseguiti da tutte le banche nel 2006 è stato di 625 miliardi, teoricamente esse sono in grado di affrontare la crisi.

Ma il problema che sin dall'inizio di questa crisi è sorto è quante operazioni a rischio sono nascoste nei bilanci delle singole banche? Dove si nascondono le altre perdite oltre a quelle già dichiarate, e che effetto avranno sui loro detentori? Queste sono anche le domande che ogni banca si fa quando presta ad un'altra...

Nessuno si fida più della solvibilità della controparte e la liquidità non circola più. Chi ce l'ha se la tiene stretta, chi ne ha bisogno non la trova, perché il valore delle attività che può offrire in garanzia è troppo incerto: *“le banche che hanno liquidità la fanno pagare molto cara perché il rischio è di vedere svanire i propri crediti”*. *“Sono terrorizzati perché si sono accorti improvvisamente che non capiscono il complesso sistema finanziario che hanno creato”*. (Krugman)

Le banche dunque sono restie a farsi credito tra loro. Il rischio di prestare ad una banca che fallirà ha paralizzato il sistema interbancario e rischia di bloccare l'intero sistema finanziario. L'interbancario è infatti *“il mercato dei mercati, il grande fluidificatore della vita finanziaria globale, che deve funzionare per fornire la grande piscina dove le banche che hanno eccesso di liquidità scaricano e quelle che ne mancano prelevano liquidità”*. La conseguenza finale della diffidenza che c'è sul mercato interbancario e della quasi impossibilità di collocare cartolarizzazioni, è che il denaro alle banche, e di conseguenza a coloro ai quali lo prestano, costa di più e che il credito diventa più selettivo.

Il rischio quindi è quello di un allargamento della crisi, che cioè la contrazione del credito si allarghi dal settore dei mutui a quello delle società industriali. E già molte imprese sono state costrette a cancellare emissioni obbligazionarie e prestiti sindacati.

A febbraio 2008 le emissioni obbligazionarie delle imprese erano cadute del 46,3% in USA, del 26,8% in Asia e del 49,2% in Europa, rispetto a un anno prima.

Unica possibilità per le imprese è il ricorso al prestito bancario, ma “le banche sono più selettive e per le imprese rispettare gli obiettivi dei piani industriali è diventata una condizio-

ne stringente per non rischiare di vedersi chiudere le linee di credito”.

Così le imprese che devono rimborsare i debiti iniziano a trovarsi in difficoltà; chi non riesce a rifinanziarsi sul mercato e non ha i soldi per rimborsare i debiti va a gambe all'aria. Non a caso il rischio di default di imprese americane ed europee è ai massimi storici.

Il timore di default rende prudenti i banchieri anche e soprattutto riguardo alle operazioni più rischiose: di qui una drastica riduzione per le acquisizioni (M/A), e anche per le operazioni a leva il mercato è fermo, con una loro riduzione del 78,6%. Le cartolarizzazioni sono tornate ai livelli del 1996 (19,2 miliardi di dollari).

Più in generale la crisi dei mutui e del credito non è solo un fatto finanziario. Anzitutto perché ha dietro il crollo dei nuovi cantieri nell'edilizia residenziale e una chiara tendenza al calo dei prezzi delle case. A giugno 2007 le vendite di nuove case erano cadute del 22,3% rispetto all'anno precedente e nei mesi successivi la situazione peggiora.

Nel 2007 i prezzi delle case sono calati dell'8,9% (nel solo IV trimestre del 5,4%), la caduta più forte da 20 anni. Nel 2008 è previsto un calo del 12%. Una caduta in due anni del 20% quindi, che comporta una perdita di 5.000 miliardi di dollari per le fami-

glie. Gli investimenti fissi residenziali, barometro del settore edilizio, cadono del 24% nel IV trimestre 2007, il crollo peggiore dal 1981. Gli USA *“stanno attraversando la più grave recessione del settore immobiliare degli ultimi 30 anni”* e questo settore genera  $\frac{1}{4}$  del PIL USA.

Il timore poi è che con la crisi dei mutui, il calo degli acquisti di case e quello dei loro prezzi, crollino anche le spese dei consumatori, visto il risparmio sotto zero delle famiglie e il ruolo svolto dalla bolla immobiliare nel sostegno ai consumi.

E il consumo in effetti ha già subito una contrazione: da una crescita del 4% fino al I trimestre 2007 è sceso al +1,3% del II trimestre... per arrivare al +0,4% del gennaio 2008 rispetto a dicembre e al + 0,1% di febbraio su gennaio, cioè nulla, vista l'inflazione. E così a gennaio 2007 le vendite al dettaglio nei grandi magazzini sono cresciute solo dello 0,5%, la crescita più bassa dal 1970; e l'immatricolazione auto è scesa del 6,3%. Anche l'occupazione è in discesa: nel I trimestre 2008 si sono persi 232.000 posti di lavoro; il tasso di disoccupazione è salito dal 4,7% del dicembre 2007 al 5,1%: la crescita più forte da cinque anni. Gli investimenti in attrezzature e software sono caduti del 3,8% nel IV trimestre 2007 (-1,4% in tutto il 2007).

Il PIL USA è cresciuto di solo +

0,6% nel IV trimestre 2007, dal 4,9% dal terzo trimestre. Anche i redditi delle famiglie si sono ridotti; in dodici mesi i salari orari sono diminuiti dello 0,8% e continuano a crescere sotto il livello di inflazione (+0,3% sia a febbraio che a marzo).

La produttività del lavoro nel 2007 è cresciuta del 1,6%, ma soprattutto a causa di una forte riduzione del numero di ore lavorate. Il tasso di utilizzo degli impianti è ai massimi: 82,2%. Tutti i sintomi della sovrapproduzione sono tornati a galla. Solo i profitti finora non sono crollati (a parte quelli finanziari), anche se hanno rallentato il ritmo di crescita.

Il rischio è anche che *“il consumatore americano, indebitato, riducendo il consumo, causi il crollo dell'import USA e una recessione globale”*. La crisi americana rischia cioè di estendersi al mondo. Tanto più che la nuova divisione internazionale del lavoro ha moltiplicato l'integrazione tra le aree, in alcune delle quali la produzione è incentrata sui semilavorati, in altre sull'assemblaggio, in altre sui servizi finanziari; c'è chi produce e chi consuma. La crisi americana intaccherà quindi anche la Cina, visto che il suo export dipende dalla domanda USA. E in Giappone la crisi della domanda americana sta già mettendo in discussione il ciclo espansivo seguito al lungo ristagno degli anni '90: sia gli investimenti produttivi che il merca-

to del lavoro hanno subito delle flessioni negli ultimi mesi.

Anche l'economia europea subisce già conseguenze: la dipendenza dell'Europa dagli USA è infatti ancora superiore a quella dell'Asia: l'intercambio della Germania con la Cina nel 2006 era ad es. di 76,3 miliardi di euro, quello con gli USA di 126,5 di miliardi. Inoltre, come si è visto, questa crisi finanziaria è globale ed ha investito anche l'Europa.

Così anche l'economia europea sta subendo una stretta monetaria di fatto, che si ripercuoterà sull'economia reale: nel settembre 2007 la crisi americana ha generato in Europa una crescita del costo del denaro a 12 mesi per le imprese non finanziarie di 15 punti base, al 5,91%. In ottobre i tassi di mercato sono cresciuti di 10 punti base per la stretta del credito. In Germania il costo del denaro con una maturità di 1-5 anni per le imprese non finanziarie è passato dal 4,98% di giugno al 5,17% di settembre al 5,24% di ottobre. Le tensioni sul mercato monetario (l'interbancario), si sono quindi travasate sui costi di finanziamento di imprese e famiglie. La stretta creditizia in Europa, come mai dal 2003, colpisce soprattutto i prestiti a più lungo termine (quelli a imprese e famiglie), con il rischio di un calo degli investimenti e una diminuzione dei consumi nella zona euro.

Di fronte a questo scenario di crisi

sia sul fronte finanziario che su quello dell'economia reale la risposta dello Stato ancora una volta è stata forte.

Anzitutto le Banche Centrali sono intervenute per fronteggiare la crisi del mercato interbancario, rifornendo di liquidità con enormi finanziamenti le banche, per metterle in grado di affrontare ogni evenienza e cercare di garantire la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Il 9/8/07 la FED interviene sul mercato interbancario per 24 miliardi, la BCE inietta 94,8 miliardi di euro: il maggior intervento diretto dall'11/9/01. Le due Banche Centrali sono intervenute "perché qualcosa di acuto si era manifestato sul mercato del credito bancario, visto che il tasso overnight (quello giorno per giorno), usato dalle banche per finanziarsi a giornata, era balzato in Europa al 4,6% e in USA al 5,50%", a livelli molto superiori al tasso di finanziamento ufficiale della BCE e della FED, rispettivamente al 4 e al 5,25%, vicino al quale in una situazione normale si assesta. Le BC sono state costrette quindi a finanziare il sistema con importi straordinari (non quelli ordinari quotidianamente concessi dalle BC), perché il sistema finanziario rischiava la paralisi e tra le banche nessuno voleva più prestare.

Nella prima settimana di settembre, nonostante gli ormai 350 miliar-

di di dollari immessi dalle BC dal 9/8, il tasso a tre mesi LIBOR (il vero termometro del tasso di fiducia del mercato interbancario), è salito al 5,72%, il livello più alto in sei anni, e il 17/9 supera in una misura più alta da 20 anni il tasso FED.

In Europa il 5/10 il tasso a tre anni nell'interbancario è al 4,7%. Con alti e bassi questa situazione non cambia nei mesi successivi nonostante le ripetute iniezioni di altre decine di miliardi di dollari da parte delle Banche Centrali. Tutte le iniziative prese per aiutare le banche non hanno avuto successo per la diffidenza persistente tra le banche stesse, dimostrando che le iniezioni di denaro non sono in grado di risolvere i problemi legati al credito: le grandi banche commerciali, le sole che hanno diritto (salvo casi eccezionali), alle facilitazioni nei prestiti di fondi della Banca Centrale, hanno incamerato il denaro dato dalla BC ma non hanno abbassato i tassi LIBOR; hanno accumulato riserve invece di prestarle a quei settori dove la stretta creditizia permane. Così le grandi banche d'investimento, gli hedge funds, i private equity, le istituzioni finanziarie specializzate in mutui ecc..., in cui sono concentrati gran parte dei problemi, sono alla mercé delle grandi banche commerciali, ma non ricevono niente. Così l'uso eccezionalmente generoso del credito di ultima istanza da par-

te della FED e della BCE non è stato sufficiente a ripristinare la normalità del sistema finanziario. *“Le Banche Centrali sono chiamate a fronteggiare il pericolo di una crisi sistemica, come mai si era visto in passato. Casi come il fondo LTCM, la crisi asiatica e le conseguenze finanziarie del 2001 sono rose e fiori al confronto”*.

Nella seconda metà di marzo, di fronte al crollo della banca d'investimento Bear Stearns, la FED interviene con altri *“strumenti straordinari di intervento permessi da una norma dei tempi della Grande Crisi, ora rispolverata”*; una legge non più usata dal 1960 che permette il salvataggio di banche non commerciali. E la FED ha messo a disposizione della banca d'investimento, P. Morgam, l'acquirente di Bear Stearns, una garanzia di 30 miliardi di dollari.

La FED concede dunque alle società di intermediazione di azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari, le stesse condizioni creditizie concesse alle banche commerciali e, salvando una banca senza depositi, *“tutela non dei privati cittadini ma tutte le istituzioni finanziarie del sistema”*.

Inoltre *“di fatto la FED ha acquistato Bear Stearns e fissando una valutazione, ha anche dato un prezzo alle attività della banca”*; in pratica ha lanciato il messaggio che *“a questi prezzi se il mercato non interviene interveniamo noi”*, cercando così

di ripristinare la fiducia all'interno del sistema finanziario nel suo complesso. A tal fine, sempre a marzo, la FED accetta anche di scambiare titoli cattivi (compresi quelli legati ai subprime!), in cambio di titoli del tesoro, accettando così carta straccia in cambio di titoli che sono liquidi come la moneta.

Dal 19/9/07 la FED, oltre a continuare a iniettare denaro nel sistema interbancario, fa uso del secondo strumento a disposizione delle Banche Centrali: taglia il tasso di rifinanziamento dello 0,50%. Ma è solo l'inizio: dopo un altro taglio dello 0,25% (il 12/12), il 21/1/08 la FED ne fa un altro dello 0,75%; una misura eccezionale: nemmeno nel 2001 ci fu un taglio così grande in una sola volta. E' dal 1984 che non accadeva. Ma non sarà l'unico. A fine gennaio abbassa il tasso dello 0,50%; il 19/3/08 ancora dello 0,75%. Così da settembre 2007 a marzo 2008 il tasso FED è sceso dal 5,25% al 2,25%: *“si tratta della più imponente operazione espansionistica di politica monetaria da oltre un quarto di secolo”*.

La riduzione dei tassi Fed mira in parte a sostenere i bilanci bancari, consentendo alle banche di fare profitti sfruttando il differenziale tra i tassi d'interesse a breve e quelli a medio termine. Ma soprattutto si spiega con la preoccupazione sugli effetti che la crisi del mercato mone-

tario può avere sul mercato immobiliare e sulla economia americana, che rischia ormai la recessione. Ancora una volta, in particolare, si spera che il taglio dei tassi possa permettere a milioni di proprietari di case di rinegoziare il debito ottenendo un tasso più favorevole, e di allontanare il crack dei mutui, e che nel mercato immobiliare la tendenza al ribasso dei prezzi si attenui.

Finora comunque i due strumenti a disposizione della Fed, sono risultati inefficaci. Questa crisi è diversa perché tocca il centro del sistema e mette in discussione la capacità delle Banche Centrali di regolarlo fungendo da banca delle banche: *“tanta liquidità immessa sul mercato monetario, taglio dei tassi, ma la fiducia non ritorna tra le banche, che sono gli attori che trasmettono gli impulsi monetari all’economia attraverso il credito e il suo costo per le imprese e le famiglie”*. Il problema non è solo l’illiquidità ma vi sono gravi problemi di credito e insolvenze difficili da risolvere con la politica monetaria. La crisi finanziaria si sta rivelando la più grave dagli anni ‘30 (ed è il FMI che lo dice!): non si è mai registrata una perdita per le grandi banche internazionali di decine di miliardi, per un periodo così prolungato. Riesce difficile quindi anche prevenire con la politica monetaria gli effetti depressivi della crisi finanziaria sull’economia.

Le Banche Centrali si trovano ora di fronte all’alternativa tra tenere alti i tassi per fare pulizia almeno della speculazione più estrema, rischiando però duri contraccolpi sull’economia reale, oppure ridurre drasticamente il costo del denaro, dimostrando che la loro politica è condizionata dall’esigenza di evitare il fallimento di finanziieri avventurieri. *“Questa crisi segna quindi la fine dell’autonomia delle Banche Centrali, le cui mosse vengono suggerite da poteri giganteschi in grado di muovere migliaia di miliardi di euro o dollari”*.

Più in generale in ballo c’è l’attuale sistema finanziario basato su una crescente cartolarizzazione dei crediti, modello con molte crepe ma *“troppo utile a tutti i protagonisti per essere abbandonato”* (Draghi).

Il controllo carente delle BC sui nuovi strumenti finanziari gli si è dunque ritorto contro, restringendo i loro margini di manovra ed esponendole al rischio di “cattura” da parte della finanza. Una complicità ammessa dalle stesse Banche Centrali, nel momento in cui accettano a garanzia dei loro prestiti temporanei alle banche, titoli frutto di innovazioni che ora il mercato respinge.

Le Banche Centrali sono finite in un cul de sac che limita i loro spazi di manovra nei confronti dei rischi di inflazione, di recessione e di crisi del credito.

In crisi è la strategia di sostegno artificiale all'accumulazione attraverso il credito. Come dice Nardozzi: *“oggi si paga il prezzo di puntare sul consumo per far crescere l'economia USA; spinta venuta dalla politica monetaria perché più veloce ad agire; ma dagli stimoli monetari possono derivare shock all'economia che non si danno con recessioni o rallentamenti naturali. Infatti la stimolazione monetaria incide sull'indebitamento delle famiglie e sul valore delle attività patrimoniali, sia finanziarie (titoli), sia reali (immobili). E ciò rende più difficile la sospensione delle cure dopo che si sono ottenuti gli effetti desiderati: si presentano infatti rischi di instabilità finanziaria che devono essere subito fronteggiati per i loro effetti deleteri su fiducia e depressione dell'economia”*.

Così oggi la FED è costretta ad imboccare di nuovo la via del sostegno monetario dei consumi per fronteggiare la crisi attuale: *“la politica monetaria diviene quindi prigioniera di se stessa quando vuole stimolare l'economia attraverso i consumi. Il sostegno artificiale ai consumi americani genera costi in termini di shock finanziari”*.

Ed è per far fronte a questo ultimo che le Banche Centrali si trovano ora di fronte alla sfida di trovare un equilibrio tra inflazione, se riducono eccessivamente il costo del denaro, e recessione, se lo alzano o restano

inattive.

Il rischio inflazione, causato da una politica monetaria espansiva, è aggravato oggi da un contesto già di per sé inflazionistico. Infatti l'inflazione era rimasta bassa per venti anni, grazie al miliardo di lavoratori che sono stati gettati nel mercato del lavoro per il crollo del socialismo reale e la Cina, ai salari fermi o in arretramento in termini reali in occidente, infimi in Europa dell'Est e in Asia, e ai prezzi delle materie prime in discesa.

Ma ora tutti questi prezzi sono in crescita: i salari dei paesi “emergenti” crescono velocemente; il grano è più costoso del 30% in un solo anno e trascina tutti gli alimentari; il prezzo del petrolio ha superato i 100 dollari (in soli due mesi, settembre e ottobre 2007, è cresciuto del 30%). L'inflazione, altro sintomo della sovrapproduzione, torna quindi a soffiare sul collo e ora è globale.

Nel 2007 l'inflazione è cresciuta del 4,1% in USA e del 3,2% in Europa (a marzo 2008 era al 3,5%), ed è quindi ai massimi degli ultimi 16 anni.

Per le BC quindi lo spazio per ridurre i tassi è esiguo. Non a caso la BCE, al contrario della FED, ha tenuto fermi i tassi al 4% in tutta questa fase di crisi.

FED e BCE si sono trovate in disaccordo non riguardo alla tecnica per sostenere singole banche in difficoltà (ambidue intervengono senza

remore); si discute invece del *“metodo migliore per governare gli aggregati monetari e i tassi d’interesse in funzione della stabilità dei prezzi e del governo del ciclo economico”*. La BCE è in particolare preoccupata che il tasso d’inflazione al +3,2% annuo causato dalle materie prime, petrolio e alimentari, abbia effetti sui salari: *“la BCE ha fatto capire di essere pronta a tollerare questa fase di inflazione sopra il 2% fino a che le aspettative di inflazione e gli aumenti salariali resteranno contenuti”*. E Trichet (presidente della BCE), il 20/12/07 dichiara: *“sono qui per dire che non tollereremo alcun impatto dell’aumento dell’inflazione sui salari”*; e in una dichiarazione dai toni mai usati prima sostiene che *“il consiglio direttivo è pronto ad agire in via preventiva per evitare che effetti in seconda battuta sui salari e rischi al rialzo per l’inflazione si materializzino nel medio periodo”*.

Questa diversa impostazione della BCE rispetto alla FED, oltre che per la diversa gravità della crisi finanziaria nelle due aree, è dovuta ai maggiori margini di manovra di cui gode la FED in quanto Banca Centrale che batte la moneta dominante sul mercato mondiale, e in generale per la diversa posizione gerarchica di USA ed Europa a livello di sistema capitalistico globale.

In USA lo Stato non è intervenuto solo attraverso la politica moneta-

ria nel tentativo di evitare una precipitazione della crisi. In particolare, il governo americano ha presentato nel febbraio 2008 un piano di incentivi fiscali (rimborsi di tasse per le famiglie e incentivi per investimenti alle aziende), di ben 168 miliardi di dollari, corrispondente all’1% del PIL, per stimolare consumi e investimenti.

E ad inizio febbraio 2008 è stato presentato il budget federale che prevede un disavanzo di ben 410 miliardi di dollari nel 2008 e di 407 nel 2009; un passivo più che doppio rispetto ai 162 miliardi del 2007 e vicino al massimo storico di 413 miliardi del 2004. Il deficit federale nel 2008 sarà così del 2,9% e nel 2009 del 2,7%.

I conti pubblici peggioreranno a causa di minori entrate fiscali per il taglio delle imposte aziendali e il costo dei piani di stimolo contro la recessione; ma anche a causa di un ulteriore incremento della spesa militare: la spesa annua per la difesa crescerà del 7% (515 miliardi) e la spesa per la sicurezza interna dell’11%. In più per le guerre di Iraq e Afghanistan sono messi in conto solo 70 miliardi, a fronte dei reali 200 ipotizzati per il 2007. Per compensare queste spese si prevede di risparmiare 603 miliardi sui programmi sociali e sull’assistenza sanitaria per poveri ed anziani (Medicaid e Medicare); come qualcuno ha commentato *“è un budget che aggredisce i ceti medi”* (tradotto: i la-

voratori!).

La crisi finanziaria ha già avuto effetti rilevanti anche sul piano dei rapporti di forza tra gli USA e il resto del mondo, soprattutto sul terreno economico.

Di particolare rilievo è a questo proposito un altro fattore attivizzato per fronteggiare la crisi finanziaria.

La soluzione più immediata ed efficace alla crisi del debito è stata cercata infatti in una iniezione di capitali asiatici e mediorientali nelle banche occidentali. Si tratta dei cosiddetti fondi sovrani, “che possono fornire la soluzione di breve periodo per coprire le incognite dei prossimi 12 mesi”.

Banche del calibro di UBS, HSBC, BARCLAYS, DEUTSCHE BANK, BEARSTEARNS, CITIGROUP, FORTIS BANK, sono state aiutate da questi fondi sovrani (perché non privati ma statali), che nell’ultimo anno hanno investito in istituzioni finanziarie occidentali ben 66,5 miliardi di dollari.

Questi fondi (tra cui quello cinese, che dispone di parte delle riserve di dollari accumulate in misura abnorme dalla Cina in questi anni), hanno a disposizione 2.500 miliardi di dollari di patrimonio (quanto il PIL tedesco) e nel 2015 si prevede che arriveranno a 12.000 miliardi.

D’altra parte l’arrivo di questi investitori, se serve a ricapitalizzare singole banche, non può ricreare liqui-

dità in un sistema finanziario bloccato; ma, seppure non ne viene ceduto il controllo, l’entrata nella proprietà delle più grandi banche occidentali di capitali (pubblici!) provenienti dall’Asia e dal Medio Oriente, crea un problema politico non indifferente per gli Stati capitalisti occidentali, U.S.A in testa, e nei rapporti di forza internazionali tra le varie aree geopolitiche e geoeconomiche.

In una medesima direzione, di indebolimento dell’egemonia economica (e non solo) americana, va la crisi del dollaro, che “con la crisi finanziaria è tornato a far parlare di sé”.

Per comprendere il problema attuale del dollaro bisogna risalire ad ancor prima di questa crisi, a ciò che originariamente ha generato la lenta svalutazione del dollaro dal 2003 in poi. Questa è stata, come si è visto, in parte voluta dalle autorità politiche e monetarie americane, per rilanciare anche attraverso questo strumento l’economia americana e per fronteggiare il crescente deficit corrente estero favorendo le esportazioni.

Il deficit estero d’altra parte è strettamente connesso alla scelta di puntare sul sostegno ai consumi attraverso il credito per evitare la recessione nel 2000-01: *“ci sono buone ragioni per pensare che c’è una relazione causale tra l’accelerazione del credito negli USA dal 2002 e il simultaneo deterioramento del deficit estero*

*corrente*". Più della metà del peggioramento di questo deficit tra il 2003 e il 2005 va ricondotta infatti al declino dei risparmi delle famiglie, verificatosi in gran parte di questo decennio (dal 2005 addirittura negativo), legata strettamente alla crescita della disponibilità di credito per il ribasso dei tassi d'interesse promossa dalla FED. L'altra metà del deficit è in gran parte dovuta al deficit federale (che ha generato un debito di oltre 9.000 miliardi, i cui titoli pubblici sono per il 50% in mani straniere), generato dalla crescita della spesa pubblica (in primis militare) e dal taglio delle tasse nel dopo crisi 2000.

In quegli anni gli USA quindi, favorendo una svalutazione del dollaro per far fronte al deficit estero generato dalle politiche di sostegno all'economia, hanno privilegiato l'interesse interno, preferendolo alla salvaguardia dello status del dollaro moneta dominante, sperando che questa svalutazione comunque fosse ordinata e graduale.

E ancora oggi gli Usa sono favorevoli al dollaro debole, purché però non ne intacchi la credibilità di lungo periodo.

Quello del cambio del dollaro è però uno strumento limitato e rischioso. Limitato perché negli ultimi dieci anni i deficit si sono accentuati al punto che l'export è ormai pari a meno del 60% delle importazioni;

quindi servirebbe una forte svalutazione per tagliare significativamente il deficit, e per alcuni nei fatti sarebbe addirittura *"impossibile un ritorno all'equilibrio della bilancia dei pagamenti americana di fronte a un deprezzamento del dollaro, fino ad un qualunque livello che non sia assurdo"*.

Rischioso perché la svalutazione può anche da graduale divenire incontrollata. Questo rischio in particolare *"è legato oggi al fatto che i mercati stanno soffrendo gli effetti di una combinazione instabile tra i profondi squilibri nei conti con l'estero, l'affidamento della loro correzione al meccanismo dei cambi e la liberalizzazione finanziaria"*.

Il rischio di un cedimento del dollaro, in seguito alle conseguenze della crisi finanziaria, è quindi oggi più forte. La FED affrontando la crisi finanziaria, abbassando i tassi d'interesse sul dollaro, ha reso infatti ancora meno attraente la detenzione di moneta USA, rendendo meno appetibili i prodotti finanziari americani. Così gli stranieri hanno si continuato ad accumulare i dollari riversati nel resto del mondo dal deficit estero, facendoli rifluire indietro attraverso investimenti finanziari, ma lo hanno fatto ad un ritmo insufficiente a finanziare lo sbilancio. Si è verificata una fuga di capitali privati dal dollaro che ne ha indebolito ulteriormen-

te il cambio. All'asta del 12/3/08 dei titoli di Stato USA, quindi quando la crisi si era ormai esplicitata e, oltre ai bassi rendimenti sul dollaro, gli investitori temevano ormai anche che la politica della FED generasse un processo inflazionistico svalorizzando il dollaro, *“gli acquirenti privati stranieri sono semi scomparsi”*: gli afflussi privati netti dall'estero sono caduti dai 466 miliardi del I trimestre 2007 ai 238 del III trimestre ai 195 del IV trimestre fino al tonfo del gennaio 2008. *“I due miliardi e passa di dollari che gli USA devono trovare sul mercato mondiale ogni giorno per finanziare un sistema che da oltre 20 anni spende e si indebita in eccesso”* sono arrivati comunque, ma dalle Banche Centrali, soprattutto quelle dei paesi emergenti strapiene di dollari: *“in questo momento gli USA si finanziano solo grazie alle banche centrali straniere”* dimostrando così comunque la difficoltà degli USA a finanziarsi. I creditori “sovrani” (le BC straniere), agiscono così perché hanno interesse non solo a mantenere competitiva la loro moneta sul dollaro, essendo gli USA cruciale mercato di sbocco dell'export, ma anche ad evitare perdite di capitale che deriverebbero da un ulteriore indebolimento del cambio del dollaro, visto che di questa valuta sono pieni. Le riserve delle Banche Centrali ammontavano a fine 2007 a 6.400 miliardi di dollari (1.600

dieci anni fa, sono quadruplicati!); di cui oltre 4.000 miliardi (il 64%) in dollari e 1.660 in euro. Le BC hanno acquistato 75,5 miliardi di dollari nel gennaio '08, che fa un ritmo di 900 su base annua.

Resta il fatto che da quando in agosto la FED ha avviato il cambio di impostazione di politica monetaria, il dollaro rispetto all'euro è precipitato e ad aprile 2008 si scambiava con l'euro a 1,57, battendo di molto il record di 1,4535 euro registrato sul marco nell'aprile del '95.

Dal 2000 l'euro si è rivalutato di più dell'80% sul dollaro. Inoltre stavolta la flessione del dollaro coinvolge tutte le valute e mette in tensione gli stessi regimi di cambio fisso; dal picco del 2001 il dollaro ha perso quasi il 40% rispetto all'indice delle 5 maggiori valute del mondo, scendendo al livello più basso dal 1973; dal 2004 poi perde valore anche contro il paniere delle monete dei paesi emergenti, fatto inedito nella storia.

Dalla fine dei cambi fissi questa è la quinta volta che il dollaro subisce forti e prolungate cadute dei cambi: nel '71-'73, nel '78-'79, nell'85-'87, nel '94-'95... ma il calo attuale del dollaro potrebbe non trovare freni perché è legato a ragioni strutturali più che in passato; frutto anche dello sviluppo di un mondo che soprattutto dal punto di vista economico e valutario è meno “americanocentrico” (da un

titolo del Wall street journal: “Una sfida per la FED: un mondo meno americanocentrico”!).

Così, oggi, come ha detto il finanziere Soros, “*la FED non è più nelle condizioni di fare la politica monetaria che vuole per evitare la recessione*” perché “*la capacità delle autorità monetarie di stimolare l'economia è frenata oggi dalla indisponibilità del resto del mondo ad accumulare riserve addizionali in dollari*”, cosicché “*l'attuale crisi segna la fine di un'era di espansione del credito basata sul dollaro come moneta di riserva internazionale*”.

A rischiare è infatti oggi il ruolo del dollaro come moneta dominante sul mercato mondiale e in particolare il ruolo del dollaro come riserva di valore e come mezzo di scambio a livello mondiale.

Quanto al primo ruolo, “*il resto del mondo negli anni passati ha avuto interesse ad investire in USA, quindi il deficit corrente è stato finanziato agevolmente dai movimenti volontari di capitali, senza troppa pressione sul cambio, tanto che oggi solo un decimo delle passività esterne (cioè del debito estero), degli USA sono denominate in valute diverse dal dollaro; ma se gli stranieri decidono di limitare l'accumulo di attività in dollari sorgono problemi gravi. Il fattore cruciale è che il cambio del dollaro è determinato da domanda e offerta di valuta,*

*motivata per scambi di beni e servizi o per movimenti di capitali. Dato che da molto tempo i primi stanno ai secondi nel rapporto di uno a trenta, si capisce come nel mondo gli stock di attività finanziarie in dollari siano enormemente superiori ai flussi legati agli scambi reali.*

*Dal che deriva una inquietante possibilità: anche piccole variazioni nella composizione desiderata dei portafogli internazionali (ad esempio ridurre di due o tre punti la quota di riserve e impieghi finanziari in dollari), getterebbe sul mercato una immensa offerta di dollari, innescando un deprezzamento che va molto al di là di quel che sarebbe necessario per raddrizzare gli squilibri reali”.* Se a questo si aggiungono le crepe nel ruolo del dollaro come moneta di fatturazione di materie prime e di scambi internazionali, la prospettiva di una crisi valutaria è forte.

Il fattore a maggior rischio è la dipendenza finanziaria degli USA. Gli Stati Uniti importano beni ed energia ed esportano titoli (del tesoro e altri) denominati in dollari, che Giappone, Cina, paesi del golfo Persico e altri accumulano al di là di ogni necessaria riserva. Questi paesi quando reinvestono in titoli americani i dollari accumulati, danno via merci per avere in cambio pezzi di carta, basandosi unicamente sulla fiducia nella forza dell'economia americana (oltre che

di quella politica e militare!).

Le autorità monetarie di quei paesi, in questi anni hanno acquistato dollari per circa 3.000 miliardi per sostenere il valore del dollaro. Si è creato così un legame monetario che ha creato quello che è stato definito il “sistema informale di Bretton Woods 2”, con le monete di quei paesi ancorate in qualche modo al dollaro.

Oggi stiamo forse assistendo alla fine di questo ordine monetario informale, che si è creato intorno al dollaro in due momenti precisi:

- 1) Il primo, che ha riguardato soprattutto l'Arabia Saudita e i paesi del Golfo Persico, risale agli anni 70: questi paesi si impegnarono a riciclare i proventi del petrolio in titoli di Stato USA. Soprattutto dal '79, con la crisi iraniana, fu questo il contributo del Golfo ai costi della sicurezza strategica garantita in quell'area dalla flotta americana. Negli anni 70 viene negoziato cioè il riciclaggio in dollari dei proventi sauditi del petrolio (acquisto di titoli del tesoro USA). Così perso nel '71 l'ancoraggio all'oro, il dollaro trovava quello al petrolio.
- 2) Il secondo momento prende avvio dal 2000, quando, per garantire la stabilità dei cambi col dollaro e quindi la competitività delle proprie esportazioni sul mercato americano, Asia, e Cina in particolare, mettono in atto la stes-

sa politica dei paesi del Golfo, seguendo l'esempio anche del Giappone.

Così oggi la Cina ha 1.590 miliardi di dollari di riserva (marzo 2008), generati dal suo surplus con l'estero; e una cifra opaca elevatissima (più o meno 2.000 miliardi di dollari) è detenuta da Arabia Saudita e Golfo Persico. E' questo che nel 2004 fu definito il “sistema informale di Bretton Woods 2”: come con Bretton Woods erano le valute dei paesi industrializzati ad essere formalmente legate al dollaro, oggi sono quelle dei paesi “emergenti” a ricreare, in qualche modo quel sistema.

Il rischio più grave che sta correndo il dollaro oggi è che questo sistema, con la crisi attuale, possa incrinarsi o venir meno. Infatti la FED per la prima volta è stata costretta da necessità interne (la crisi finanziaria), a ridurre i tassi proprio mentre questo non coincide con la necessità di chi, Cina e paesi petroliferi, per continuare a investire in dollari ha bisogno di una valuta USA affidabile sui cambi.

Non a caso i cinesi sono tornati a parlare di diversificazione delle riserve valutarie: “il dollaro sta perdendo il suo ruolo di valuta globale e il merito di credito degli asset nominati nella moneta americana si sta riducendo” (People's Bank of China). La Cina vuole ridurre la quota di titoli del tesoro americani nelle sue riser-

ve valutarie per cercare investimenti alternativi.

Oggi il dollaro *“rappresenta il 65-70% delle riserve cinesi e l'euro il 20%”*. Secondo alcuni *“la Cina dovrebbe ridurre, nel 2008, i dollari al 60% e accrescere l'euro al 25%. Anche un simile aggiustamento, dati i numeri in gioco, determinerebbe un terremoto sui mercati valutari”*.

I paesi del Golfo Persico, dove quasi tutte le valute sono ancorate al dollaro (ad eccezione del Kuwait), per parte loro, sono costretti oggi ad importare inflazione per il calo del dollaro. C'è contraddizione tra il dollaro debole e il boom petrolifero: infatti *“in questi paesi l'economia corre grazie al petrolio e la massa monetaria cresce generando inflazione”*; questi paesi poi vendono in dollari e comperano in euro e valute asiatiche. In Arabia Saudita e negli Emirati l'inflazione ormai viaggia al 10%, con proteste e scioperi di lavoratori indiani e pakistani.

Oggi la debolezza del dollaro consiglierebbe quindi ai produttori di petrolio di cambiare moneta di riferimento; e la politica di ancoraggio al dollaro è in effetti messa in discussione. D'altra parte per questi paesi il dollaro rappresenta ancora la quinta flotta della USNAVY che pattuglia il Golfo e garantisce la loro sicurezza. Dunque, finora, i forti rapporti strategico militari con gli USA han-

no fatto da contrappeso agli interessi economici, rinviando ogni provvedimento in materia monetaria, ma quanto durerà ancora questa politica a fronte non solo dei loro interessi economici, ma anche della crisi della strategia politico-militare americana nell'area? Qui si coglie l'importanza per la moneta dominante di basarsi non solo sulla forza economica, ma anche su quella politico-militare del paese che la emette. Comunque uno sganciamento dal dollaro da parte dei paesi petroliferi *“rappresenterebbe in questa situazione un colpo durissimo per il dollaro, perfettamente in grado di scatenare una fuga su tutti i mercati valutari”*.

La debolezza del dollaro è oggi una spina anche per l'OPEC, e molti paesi membri non vogliono più usare il dollaro per fatturare il petrolio, come già sta facendo l'Iran. D'altra parte *“da 20 anni ormai il prezzo del petrolio è stabilito dal mercato e finché in Borsa il petrolio resterà quotato in dollari e non emergeranno altri riferimenti, servirà a poco tradurre il listino prezzi in altre valute”*.

Brasile e Argentina a loro volta hanno annunciato che nel 2008 gli scambi tra i due paesi saranno regolati nelle valute locali senza passare per il dollaro.

La politica monetaria del governo cinese (e non solo) di diversificazione delle riserve, ha infine contribuito a

trasformare l'euro in una importante valuta di riserva in concorrenza col dollaro. La conversione di parte delle riserve in dollari in euro, ha fatto passare, secondo il FMI, la quota di euro nelle riserve di valuta estera dal 24,4% del III trimestre 2006 al 25,5% nel II trimestre 2007, al 26,4% nel III trimestre 2007.

In questo contesto sono significative le valutazioni di Issing (BCE): *“dal punto di vista monetario siamo già da qualche tempo in un sistema bipolare. Vi sono due valute guida, il dollaro e l'euro, e ciò dall'1/99, quando l'euro debutta sui mercati finanziari. Il dollaro ha una posizione di gran lunga preminente ad es. nelle riserve delle Banche Centrali, dove rappresenta attorno al 66% contro il 26% dell'euro. Ma il ruolo dell'euro va crescendo.... Nei prossimi 10-20 anni il sistema monetario si sorreggerà su dollaro ed euro, poi si vedrà come si sviluppa la Cina”*. Comunque in questa fase *“anche per il ruolo strategico degli USA, che l'Europa non ha, il dollaro resterà valuta mondiale [...] anche se l'euro offre maggiori aspettative di stabilità”*. Secondo Issing *“non è interesse dell'euro comunque avere un ruolo internazionale più grosso delle sue forze”*. La forza residua del dollaro sta quindi nel fatto che per ora ha solo un *“mezzo rivale”*, l'euro. E secondo altri economisti solo l'allargamento dell'area euro alla sterlina potrebbe spingere il

dollaro a fare un passo indietro; oppure un lungo e disordinato indebolimento del dollaro sul mercato dei cambi. Il tutto comunque avrebbe bisogno di tempo e la data possibile per l'euro moneta internazionale di simile peso è fissata, a queste condizioni, al 2020 circa.

Secondo il presidente della Borsa di Hong Kong comunque *“non siamo alla fine del dollaro, il peso dell'economia americana è ancora enorme, resterà a lungo la prima tra le monete internazionali, ma un po' meno che in passato”*. Non è la fine del dollaro quindi, forse però è la fine della sua centralità, sopravvissuta con Bretton Woods 2 alla fine del sistema di Bretton Woods: oggi *“si impone un nuovo disegno monetario globale che accompagni il dollaro dalla totale centralità, durata un secolo, ad una supremazia più adatta al mondo di oggi”* (Il Sole 24 ore).

L'unica soluzione al problema attuale del dollaro sarebbe comunque *“riportare la propensione al risparmio del sistema USA a livelli decenti”*...in altri termini, come suggerisce l'*“Economist”*, la recessione americana dovrebbe fare il suo corso, contribuendo così al ridimensionamento degli equilibri interni e internazionali”, abbandonando la politica monetaria e fiscale a sostegno del credito e dei consumi, sostenuta sin qui.

Ma più in generale bisognerebbe

prendere atto che il problema di fondo del dollaro è che: “le ragioni per cui il dollaro è diventato moneta di riserva non esistono più”; infatti “se un tempo il resto del mondo accumulava dollari per acquistare beni prodotti in USA, ora succede il contrario: il resto del mondo, e soprattutto le Banche Centrali, accumula dollari perché gli americani acquistino i beni prodotti altrove. Fino a venti anni fa gli USA con le loro esportazioni erano il più grande creditore del mondo; oggi con le loro importazioni sono il più grande debitore [...] la fabbrica del mondo oggi è in Asia e solo chi detiene le loro monete ha la certezza di acquistare i loro prodotti”. (Arcuri)

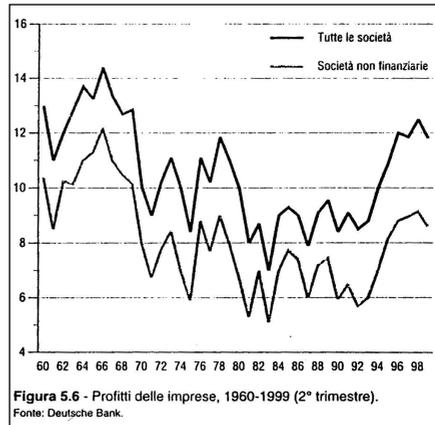
La crisi del sistema finanziario, la debolezza del dollaro, nonché la paura dell’inflazione, hanno generato infine una corsa, oltre che all’euro, ri-

tenuta al momento la valuta che garantisce maggior stabilità, all’oro: “è in corso una ricomposizione delle riserve di molte Banche Centrali e in questa occasione l’oro torna ad avere un ruolo monetario” (Brunet, economista). Nel dicembre 2005 l’oro era a 520 dollari l’oncia, ed era considerato un record. A settembre 2007 era a 739 dollari, a marzo 2008 ha superato i 1.000 dollari l’oncia. Anche se al netto dell’inflazione il prezzo dell’oro oggi per tornare al record storico del 1980 (850 dollari l’oncia) dovrebbe essere a 2.200 dollari l’oncia, la progressione degli ultimi anni è significativa e mette in rilievo l’importanza che ancora oggi svolge in ultima istanza il ricorso all’oro, quale merce capace di rappresentare la “ricchezza generale” a fronte della crisi che ha investito ogni forma del denaro di credito.



# Note conclusive

Per spiegare la crisi del 2007/08 siamo partiti da quella del 2000, ma per poter trarre delle conclusioni sulle sue cause e sulle tendenze di fondo in cui si colloca, e quindi sulla natura delle contraddizioni che l'hanno generata e che con essa si proiettano nel futuro, occorre andare ancor più lontano: cioè a quando da metà anni 60 crollarono i profitti, prima in USA e poi in Europa, nel momento in cui la grande crescita dell'accumulazione seguita al dopoguerra si impattò con le contraddizioni che classicamente contraddistinguono l'accumulazione stessa: la valorizzazione del capitale fu messa in crisi in primis dai cresciuti costi in macchinari (e quindi in capitale costante) in rapporto ad una base, relativamente (cioè in rapporto al peso del capitale costante) ridotta di forza lavoro attiva da sfruttare, frutto ambedue della ricerca di una crescita sempre maggiore della produttività. In altri termini la crescita della composizione organica ha portato alla sovrapproduzione di capitale.



La continuità del processo di riproduzione del capitale fu garantita però attraverso un massiccio sostegno creditizio alle imprese, alimentato da una forte iniezione di capitale denaro fittizio da parte dello Stato, che è intervenuto con una politica monetaria e fiscale oltremodo espansiva.

Si generò così però un forte processo inflattivo nel corso degli anni 70, a cui si fece fronte con una dura stretta monetaria nell'80, che avviò una fase di recessione.

Una crisi che se dette un duro colpo alla composizione di classe che aveva espresso un lungo ciclo di lotte anticapitalistiche, e quindi permise una crescita forte e duratura del saggio di sfruttamento, comunque

non produsse quella distruzione di capitale sociale sufficiente ad ingenerare una ripresa del processo di accumulazione al livello degli anni d'oro del dopoguerra. Nei successivi anni '80 e negli anni '90 infatti si attuò un modello di gestione della crisi, in gran parte affidato alle Banche Centrali, che se per un verso era teso a tenere sotto controllo il processo di accumulazione, perché non superasse i limiti oltre i quali, data la sovrapproduzione latente, poteva dare nuovamente avvio ad un processo inflazionistico, per un altro verso era teso ad impedire che la sovrapproduzione stessa potesse determinare un blocco del processo di riproduzione del capitale, con costi politici e sociali oltre che economici difficili da gestire.

Si determinò così una quasi intersecazione delle fasi di crisi ed espansione dell'accumulazione, con alla base un processo di ristrutturazione permanente teso ad accrescere la produttività e quindi il tasso di sfruttamento e i profitti, ma che al tempo stesso accentuava, attraverso i suoi costi in termini di crescita della composizione organica, la pressione sul saggio di profitto.

In un tale contesto di sovrapproduzione mai realmente superata, ogni riduzione del tasso di sfruttamento risulta esiziale per il capitale. Non a caso i dati sulla disoccupazione sono il metro fondamentale sulla cui base

le Banche Centrali, FED in testa, regolano in tutti questi anni le loro politiche "stabilizzatrici". Così "il paradigma dell'insicurezza del posto di lavoro", come lo definì l'allora presidente della FED Greenspan, ha guidato negli anni '90 l'orientamento restrittivo o espansivo della politica monetaria della FED stessa.

Per la FED il livello di crescita dell'economia deve essere regolato in base al tasso di sfruttamento, a sua volta condizionato dall'esercito industriale di riserva che permette una pressione sulla forza lavoro occupata e quindi un più elevato saggio di sfruttamento. E il livello di crescita che la FED riteneva in grado di non creare problemi al saggio di profitto è stato, fino a fine anni '90, del 2,5%.

In apparenza dunque in questa fase è apparso che fosse la FED, con la sua politica monetaria restrittiva sempre in agguato, ad impedire una crescita più consistente non appena l'accumulazione dava segni di ripresa. Ma in realtà essa ha gestito piuttosto la crisi, favorendo un alto saggio di profitto, la cui condizione era un altrettanto costante ristagno produttivo a garanzia del tasso di sfruttamento, e ciò nel timore di un manifestarsi dei sintomi di una sovrapproduzione sempre latente nelle forme di una recessione o di un processo inflazionistico "anni '70". La crescita del saggio di sfruttamento ha permes-

so in effetti che il sostegno artificiale all'accumulazione tramite il credito, perpetuato ancora in tutti questi anni, non si traducesse in inflazione.

All'interno di questo quadro generale di gestione della crisi di sovrapproduzione, si colloca la duplice strategia messa in atto negli anni '90 dal capitale americano per cercare di dare nuova linfa e basi più solide e durature al processo di accumulazione. Da un lato si è puntato sulla rivoluzione tecnologica infotelematica, accompagnata da una nuova organizzazione del lavoro basata sulla flessibilità e precarizzazione della forza lavoro, e quindi su una crescita del tasso di sfruttamento. D'altro lato si è messa in atto una nuova divisione internazionale del lavoro che sfrutta il miliardo in più di forza lavoro gettata sul mercato dalla crisi dell'Est e dalle scelte di Cina e degli altri paesi del Sud Est asiatico di integrarsi nel ciclo produttivo dominato dalle multinazionali, con in testa quelle americane. Si è così cercato di sostenere il saggio di profitto attraverso il più alto saggio di sfruttamento, derivato da salari più bassi e più alta intensità e durata del lavoro, che queste nuove realtà offrivano, insieme ad una produttività non molto più bassa di quella realizzabile nel Centro capitalistico.

Queste due strategie sono state rese possibili dalla liberalizzazione finanziaria, a sua volta basata sulla ple-

tora di capitali inattivi generati dalla stessa sovrapproduzione latente, che ha cercato sbocchi anche nella speculazione finanziaria e che ha generato una accumulazione abnorme di capitale fittizio.

L'accentuato ruolo del capitale finanziario è stato favorito dalle istituzioni americane (e non solo), per sostenere il crescente bisogno da parte delle imprese produttive del sostegno di banche e fondi, delle istituzioni cioè che centralizzano il capitale denaro, per poter raggiungere la quota di capitale necessario per far fronte ai sempre più costosi investimenti occorrenti per la ristrutturazione infotelematica, nonché per il processo di internazionalizzazione del ciclo produttivo. Più in generale, attraverso lo sviluppo del credito si è sostenuta artificialmente l'accumulazione, tentando di spingere la produzione capitalistica oltre la sua misura e possibilità.

Ma in una fase come questa di sovrapproduzione sempre latente, questo sviluppo/ espansione abnorme del capitale finanziario ha mostrato anche l'altra sua caratteristica ad esso congenita, portando agli estremi le sue forme feticistiche; portando all'eccesso cioè l'accumulazione di capitale fittizio (azioni, titoli, derivati), alimentato dalla plethora di capitale inattivo. E nelle fasi del ciclo in cui l'accumulazione reale raggiunge

un punto critico, questo castello di carta rischia di crollare (caduta borse, insolvenza crediti...). Oltre ai piccoli investitori finanziari il crollo del capitale fittizio colpisce le istituzioni finanziarie (banche, fondi...), che investono in titoli parte del loro patrimonio e riserve. L'indebolimento conseguente di queste istituzioni finanziarie può provocare una situazione di panico, col rischio di una crisi del sistema finanziario in generale (crisi sistemica). E' per impedire questo crollo, che farebbe venire alla luce la sovrapproduzione con i suoi effetti devastanti anche sul piano sociale e politico, che la FED ha periodicamente ad un certo punto ridotto il costo del denaro, ridando fiato così oltre che al sistema finanziario all'accumulazione reale.

Le modalità con cui è stata gestita l'irrisolta sovrapproduzione di capitale ha peraltro fatto sì che questo aspetto finanziario della crisi sia apparso costantemente in primo piano.

Sul finire degli anni '90, come si è visto, questi caratteri della gestione della crisi di sovrapproduzione, e le loro conseguenze, si sono accentuati, a causa del tentativo della FED di attuare una politica monetaria ancor più espansiva, come antidoto alle prospettive di recessione, in seguito alla nuova caduta del saggio di profitto nel '97.

Forzando così i limiti alla cresci-

ta che essa stessa aveva indicato come sostenibile, sperando che la crescita della produttività, che le nuove tecnologie promettevano, e i risultati ottenuti con la nuova divisione internazionale del lavoro, la rendessero possibile. La crisi del 2000 sanzionò questa speranza. Ciononostante, la ripresa post crisi si è fondata su un ancor più massiccio uso degli strumenti monetari, cioè su un basso costo del denaro, e su una moltiplicazione abnorme della moneta bancaria: quindi sul credito. Ciò è stato ritenuto possibile, oltre che per una ancor più accentuata crescita del saggio di sfruttamento e della produttività e per la pressione crescente di un potente esercito industriale di riserva mondiale, anche per il ruolo del dollaro che ha permesso di scaricare sugli altri paesi il peso dell'indebitamento interno crescente, senza doverne pagare le conseguenze. Ciò non ha impedito che nel 2007/08 i nodi di una lunga crisi di sovrapproduzione mai realmente superata, venissero al pettine.

Quest'ultima crisi ci dice, in conclusione, fondamentalmente due cose:

- 1) che nella crisi finanziaria attuale si riflette la crisi dello stesso rapporto di produzione capitalistico: la crisi di sovrapproduzione, che resta irrisolta da più di quaranta anni, mostra i limiti congeniti al capitale, che non riesce a compen-

sare i costi in macchinari di una continua crescita di produttività ad esso vitale; e ciò nonostante la crescente crescita del saggio di sfruttamento che viene messa in opera per compensare tali costi. Se questa crisi si è manifestata con virulenza, per ora, principalmente sul terreno finanziario, deve essere quindi chiaro che la sua origine, le sue fondamenta, sono nelle strutturali difficoltà di valorizzazione del capitale industriale, cioè nella irrisolta sovrapproduzione di capitale; ed è solo il modo in cui quest'ultima viene gestita a far sì che l'aspetto finanziario della crisi sia apparso in tutti questi anni costantemente in primo piano.

- 2) che l'assenza di un reale denaro equivalente generale, se rende possibile questo tipo di gestione della crisi, data la maggior flessibilità della moneta di credito, crea anche uno stato di permanente precarietà del sistema monetario e finanziario, che rappresenta una ulteriore contraddizione, seppure non quella fondamentale e determinante, per il capitale produttivo. In particolare, la gravità della crisi attuale mostra che anche nel capitale sviluppato, nonostante il suo tentativo di liberarsi del denaro merce con la moneta legale creditizia, il credito non può sostituirsi al denaro, effettivo controvalore.

In altre parole il rapporto di denaro continua a vigere con tutte le contraddizioni di cui è portatore.

Cerchiamo ora, in conclusione, di approfondire meglio questo aspetto.

Vediamo anzitutto le modalità specifiche in cui la distinzione essenziale tra denaro e credito si manifesta con la forma denaro oggi vigente.

Nel sistema aureo denaro e credito erano nettamente distinti: tutti i crediti dovevano essere pagati alla scadenza in denaro, che era metallo frutto di lavoro, un reale controvalore. L'oro, come ci dice anche un economista borghese, *“era la misura imparziale, la norma esteriore, intangibile, non manipolabile, perché appariva radicalmente altro rispetto ai debiti. Nel denaro merce la garanzia contro l'abuso monetario era dato dal valore della merce in esso contenuto”*. Ma quando il denaro è esso stesso un debito, questo ruolo di garanzia da cosa e da chi viene assunto?

Con la moneta legale inconvertibile il denaro stesso infatti è incorporato in un sistema creditizio, staccato dalla sua base di merce denaro (oro). La creazione monetaria proviene interamente dal debito e le stesse Banche Centrali emettono dei “pagherò” di cui nessuno può chiedere la conversione in denaro reale. Anche il denaro è un debito, è stato assorbito nel credito.

Ciononostante, la smaterializza-

zione della moneta contemporanea, creata nelle operazioni bancarie, non può sopprimere il vincolo del denaro. Permane cioè da un lato la necessità della merce di convertirsi in denaro, perché solo scambiandosi con esso il prodotto di un lavoro privato particolare diventa prodotto del lavoro sociale e diventa quindi immediatamente scambiabile con ogni altra merce; dall'altro permane la necessità del credito di convertirsi in denaro mezzo di pagamento; funzione in cui il denaro non può essere confuso col credito in quanto deve rappresentare un effettivo controvalore, una reale contropartita, un "pegno sociale", a garanzia dell'equivalenza negli scambi.

In altri termini, con le parole di un economista borghese, "i debiti privati possono compensarsi, ma non regolarsi da soli. L'aspetto individualistico dell'economia di mercato richiede che il pagamento debba essere, in ultima analisi, definitivo e incondizionato"...ed esso "*si può fare solo con una moneta esterna al credito*"...E' il denaro "*l'attività liquida per eccellenza, direttamente spendibile come mezzo di pagamento, ciò che consente di estinguere il debito*".

In rapporto alla moneta bancaria privata, è la moneta legale della Banca Centrale che funziona ora come mezzo di pagamento esterno al credito tra banche private e imprese pri-

vate (o tra banche). La moneta legale della Banca Centrale è cioè il mezzo ultimo di regolamento, "il rappresentante della società a fronte della molteplicità dei debiti privati".

Ma se con la moneta legale inconvertibile non viene messo in discussione il principio della convalida monetaria, cioè della necessaria convertibilità dei crediti in denaro mezzo di pagamento, cambiano però le modalità della sua realizzazione.

Infatti non appena con la moneta legale si introduce un elemento creditizio nel denaro stesso, l'aspetto fiduciario balza in primo piano anche riguardo al denaro. Col venire meno della convertibilità in oro e con l'estensione del credito al denaro, la moneta legale necessita quindi di meccanismi di fiducia, credibilità, garanzia. La moneta integrata nei flussi finanziari deve trovare, per essere convalidata, uno stabile punto di riferimento: l'estensione del credito alla moneta genera la necessità di un apparato monetario per la centralizzazione e il controllo del credito a livello statale, funzione assunta dalla Banca Centrale. E' lo stato dunque, attraverso la Banca Centrale, ad assumere la garanzia del denaro equivalente generale.

Vediamo meglio come ciò si realizza.

L'assorbimento del denaro nel credito è legato allo sviluppo di un siste-

ma bancario costituito dalle banche ordinarie in connessione con la Banca centrale. Questa è al vertice del sistema monetario con le banche nel ruolo di canale di offerta della moneta (legale e bancaria) all'utente finale. Il contante è messo quindi in circolazione attraverso le banche che lo richiedono alla Banca centrale quando ne aumenta la domanda da parte della loro clientela (famiglie e imprese).

Le banche ordinarie hanno il potere di creare moneta bancaria attraverso i prestiti fatti a imprese e famiglie; questo potere è limitato dalle riserve da esse detenute (in un rapporto determinato rispetto ai depositi bancari) presso la Banca Centrale a garanzia della loro capacità di onorare gli impegni assunti verso i loro clienti (prenditori a prestito e normali depositanti) quando questi richiederanno il denaro (moneta legale) per eseguire pagamenti. Esse devono assicurare cioè la conversione della loro moneta, che è privata, sia con le banconote della Banca centrale, quando i loro clienti le richiedono, sia, quando il pagamento viene effettuato con il trasferimento di fondi ad un'altra banca, con la conversione della propria moneta in quella delle altre banche, utilizzando il circuito interbancario. In ambedue i casi esse utilizzano il conto corrente che detengono presso la Banca Centrale, cioè le loro riserve.

La moneta centrale circola dun-

que attraverso le riserve delle banche; e queste riserve permettono sia il regolamento delle operazioni di compensazione delle banche, sia la conversione della moneta bancaria in biglietti.

Nel caso che una banca non abbia sufficiente liquidità per osservare i suoi impegni, prende in prestito il denaro occorrente o da altre banche sul mercato interbancario, o direttamente dalla Banca Centrale, che la rifornirà di moneta legale accrescendo le sue riserve, o acquistando titoli in garanzia o prestando fondi.

La Banca centrale dunque non crea direttamente la moneta che il pubblico usa, ma crea le riserve bancarie nella forma di proprie passività, che sono moneta legale.

La Banca Centrale crea moneta legale sia rifinanziando le banche ad un tasso detto "tasso di rifinanziamento", sia attraverso prestiti ad hoc a singole banche in difficoltà. In particolare poi quando c'è un rischio grave di insufficienza di liquidità nel sistema dei pagamenti (ad es. nel caso di un cedimento di una banca), la Banca Centrale può intervenire come prestatore di ultima istanza, per evitare una estensione a catena della crisi al sistema finanziario nel suo complesso (crisi sistemica).

Quindi la Banca Centrale ha il potere discrezionale di creare moneta finale, quando la liquidità occorrente

per i pagamenti è insufficiente. Vi è qui una importante differenza col sistema aureo.

In questo ultimo infatti l'emissione di biglietti (convertibili) da parte della Banca centrale doveva corrispondere al mantenimento di uno stock di oro, secondo l'obbligo legale di copertura (la riserva aurea).

L'ammontare della circolazione in regime aureo era quindi automatico. Vi era un preciso rapporto tra riserva aurea, circolazione monetaria vera e propria e circolazione di moneta bancaria e creditizia. Così nel regime aureo le banche ordinarie allargavano il credito su richiesta dei clienti in base alle loro riserve; quando giungevano al limite dovevano allargare la riserva rivolgendosi alla Banca centrale, che però rispondeva finché il rapporto tra riserva aurea e biglietti era mantenuto nelle proporzioni prescritte.

“La Banca Centrale era il perno del credito, e la riserva metallica era il perno della Banca”. Nelle crisi monetarie la svalorizzazione dei crediti di conseguenza era scaricata sulle banche e sui loro clienti. Il peso della crisi ricadeva sul credito privato.

Col venire meno dell'obbligo di convertibilità in oro la Banca Centrale è teoricamente libera di venire in soccorso alle banche in difficoltà o bisognose di liquidità; il limite alle immissioni di moneta e ai crediti non è più automatico. Essa però ha il

compito di assicurare la convertibilità delle monete bancarie private, cioè la solvibilità del sistema bancario.

La stabilità finanziaria è infatti condizione della stessa stabilità monetaria, della legittimità stessa della moneta legale basata essa stessa sul credito; e in particolare della sua funzione di mezzo ultimo di pagamento. L'azione della Banca Centrale in ultima analisi mira dunque al mantenimento e al ristabilimento della qualità della moneta, e la qualità del denaro è garantita assicurando la solvibilità del sistema bancario.

L'azione della Banca Centrale non ha il potere di determinare l'emissione della moneta bancaria, che dipende dall'andamento dell'accumulazione capitalistica. D'altra parte la Banca Centrale cerca di controllare la dinamica di creazione di moneta bancaria, oltre che attraverso la fissazione di una riserva minima (in rapporto ai depositi: per la BCE ad es. è il 2% dei depositi) per le banche e oltre che con la decisione sui prestiti da effettuare alle singole banche bisognose di liquidità, soprattutto attraverso la politica monetaria, che si basa sul potere discrezionale della Banca Centrale di regolare la liquidità del sistema bancario fissando il tasso di rifinanziamento, quello al quale concede liquidità alle banche. Attraverso questo strumento la Banca Centrale influenza (anche se non determina diretta-

mente) i termini ai quali le banche sono disposte a concedere prestiti e condiziona i tassi d'interesse sui mercati finanziari. In tal modo la Banca Centrale cerca di regolare, se non determinare, l'andamento del sistema finanziario nel suo complesso, con lo scopo di garantirne la stabilità.

E' questa piramide, questo carattere piramidale nella gestione del denaro, con al vertice la Banca Centrale, a prendere il posto della merce quale garanzia del denaro equivalente generale/mezzo di pagamento.

Ma proprio nella gestione dello Stato del denaro si cela la possibilità che la stessa legittimità della moneta legale creditizia si trovi in difficoltà come mezzo ultimo di pagamento; confermando così che in un'economia di mercato capitalistica anche con questa forma denaro la distinzione tra denaro e credito non può essere cancellata.

Anzitutto la piramide imperniata sulla Banca Centrale, posta a garanzia della moneta legale, al posto dell'oro, ha difficoltà a controllare l'espansione della moneta bancaria e quindi la stabilità finanziaria. Ciò perché le istituzioni finanziarie si sentono garantite dall'intervento di ultima istanza della Banca Centrale, che tende ad assicurare comunque la perennità del sistema bancario, per evitare una crisi finanziaria sistemica che avrebbe conseguenze disastrose

per l'intero sistema economico (oltre che sociale e politico).

Questo modo d'agire della Banca Centrale non solo non impedisce ma rende alla lunga ancor più rischiosa la crisi potenziale. Questa realtà si è aggravata con la liberalizzazione finanziaria, promossa sin dagli anni '80, ma generalizzatasi negli anni '90, sia sul piano interno che su quello globale (la cosiddetta "globalizzazione finanziaria"). La liberalizzazione finanziaria ha favorito infatti lo sviluppo della finanza di mercato, a discapito delle tradizionali operazioni bancarie, e la nascita di nuovi intermediari finanziari oltre alle banche ordinarie. Nuovi mercati (es. i derivati) e nuovi attori (es. fondi...) che si sottraggono ad ogni forma organizzata di controllo. E' stata favorita anche la costituzione di grandi conglomerati finanziari che raggruppano più attività finanziarie (banca, finanza, assicurazioni) e sono attivi su più continenti.

La liquidità del sistema così non è più monopolio delle Banche Centrali e del sistema bancario, ma è creata da mercati finanziari non regolati; le Banche centrali non sono più in grado di condizionare la creazione di moneta bancaria, che, come si è visto, si è così moltiplicata in modo abnorme. In particolare poi con la "globalizzazione finanziaria" lo spazio di circolazione dei debiti è diven-

tato mondiale. La moneta bancaria ha avuto un grande sviluppo sul piano internazionale in assenza di una Banca Centrale mondiale in grado di sostituirsi alla convertibilità del tallone oro e di esercitare un controllo sulle sue dinamiche, in assenza quindi di norme universali monetarie; di conseguenza il rischio di una crisi del sistema bancario su scala internazionale si è accresciuto.

Finché l'accumulazione procede senza ostacoli questo sistema creditizio, esteso alla moneta, non crea quasi problemi, basato come è sulla fiducia che, con lo sviluppo della produzione, il conto sarà sempre alla fine regolato. Ma, come già diceva Marx: *"in epoche di crisi che interrompono con violenza il corso dei pagamenti e perturbano il meccanismo della loro compensazione"*... cioè *"in quel momento della crisi di produzione e di commercio che si chiama crisi monetaria"*... si verifica un *"subitaneo passaggio dal sistema del credito al sistema monetario"*; il denaro cioè *"si trasforma improvvisamente dalla sua figura aurea di misura dei valori a quella di solida moneta, ossia di mezzo di pagamento"*. Anche il denaro sganciato da ogni riferimento oggettivo non impedisce, quando la fiducia nella capacità del capitale di autovalorizzarsi viene meno, che con la crisi finanziaria ciascuno cerchi di trasformare i propri averi, che nella crisi si svalori-

rizzano, in una forma che abbia quel carattere di immediata scambiabilità che solo il denaro, effettivo controvalore, possiede.

E' quando si manifestano i primi sintomi della crisi finanziaria, che viene alla luce l'aspetto nel ruolo assunto dallo Stato nella gestione del denaro che più mette in pericolo la qualità stessa della moneta di credito legale, la sua stessa legittimità. Infatti, depositaria della sovranità monetaria, solo la Banca Centrale può scongiurare la crisi, cioè salvaguardare il permanere del sistema dei debiti, ponendosi come prestatore di ultima istanza.

Quando il sistema dei debiti privati diventa fragile, la Banca Centrale lo preserva utilizzando la sua funzione di prestatore di ultima istanza; essa assicura così la convalida sociale della moneta bancaria privata garantendo la stabilità del sistema bancario.

L'intervento di ultima istanza però comporta dei costi sociali: dal momento che nuovi debiti possono sempre sostituirsi ai vecchi, i prenditori a prestito non percepiscono più vincoli. La creazione monetaria non ha più ancoraggio: il divorzio tra l'emissione del debito e il vincolo di regolamento si traduce nell'aumento accelerato dei prezzi. La crisi prende cioè la forma dell'inflazione.

Il rifinanziamento delle banche in difficoltà, in cui la Banca Centrale si fa carico della relazione di credito in

ultima istanza al posto del creditore iniziale, permette di salvare la moneta bancaria, ma implica un indebolimento del segno monetario, che si esprime con l'inflazione.

La possibilità dell'inflazione si dà nel fatto che la Banca Centrale si fa carico di una "pseudo-convalida sociale" dei lavori privati; cioè nel fatto che l'anticipazione su un supplemento di valore che rappresenta il credito bancario è garantita prima della realizzazione di questo valore, prima che il regolamento effettivo si sia prodotto. Se esso non si realizza, allora si verifica uno scarto tra il valore anticipato dai segni di credito emessi e circolanti come denaro e il valore globale delle merci in circolazione. Non c'è più coincidenza tra la quantità di segni, espressione di un dato valore, in circolazione e il valore globale delle merci: così il segno di valore circolante rappresenta però una quantità di valore minore, si svalorza.

La moneta legale inconvertibile quindi, se è la forma di denaro che permette la più grande estensione del credito, ne subisce però più direttamente le difficoltà legate alla circolazione mercantile. L'indebolimento di quest'ultima si esprime come indebolimento della moneta emessa dallo Stato, cioè in una perdita del suo valore.

In conclusione, nel fronteggiare una crisi monetaria la Banca Centra-

le si trova di fronte ad una alternativa: o salvare il valore del denaro generando una crisi dalle conseguenze economiche, sociali e politiche difficili da gestire; o, viceversa, iniettare capitale fittizio addizionale, salvando il sistema bancario e finanziario in generale e sostenendo artificialmente l'accumulazione del capitale reale.

In questo ultimo caso la forma "classica" della crisi si modifica: la crisi di realizzo si manifesta nella forma dell'inflazione, quindi come crisi differita, senza brutale interruzione della circolazione; ma a discapito dei creditori e discriminando tra i settori di produzione: *"la sovranità del prestatore di ultima istanza può quindi degenerare in azione arbitraria che difende certi interessi privati contro altri"* (Aglietta).

La moneta legale in quanto mezzo di pagamento è dunque sottoposta ad un serio rischio di delegittimazione derivato da una forte inflazione. In caso quest'ultima si verifichi infatti il mezzo di pagamento si presenterà in ultima istanza come "cosa", come un bene cioè che possa garantire un effettivo controvalore e quindi l'immediata scambiabilità con qualsiasi altra merce.

Si verificherà una caccia al mezzo "liquido" per eccellenza, cioè all'oro, che in quanto metallo frutto di lavoro, riprende in queste occasioni un ruolo monetario.

Dal momento che *“l’ancoraggio nominale è un elemento cruciale della fiducia nel denaro di credito”...“se il regime monetario è tale che l’espansione del credito fa prevalere una inflazione e che questa attenua l’obbligo di regolare i debiti, svalORIZZANDOLI, un tale regime è sospetto di iniquità. I creditori cercheranno così all’esterno del sistema ufficiale un rifugio che preservi la liquidità potenziale della ricchezza;... c’è una fuga dalla moneta”...“La reazione dei creditori sarà un tentativo di ritrovare un ancoraggio all’esterno del sistema finanziario (moneta legale compresa!): si cerca di sbarazzarsi di ogni forma di impegno finanziario, cercando un ancoraggio ad esso esterno, polarizzando gli acquisti sull’oro o su una moneta straniera, che diventa forma eletta della liquidità.*

*Questo è l’esito culminante di una crisi inflazionistica”.* (Aglietta)

Il denaro dunque nella sua funzione di mezzo di pagamento si presenterà in ultima istanza come una cosa, *“incarnazione individuale del lavoro sociale, esistenza autonoma del valore di scambio, merce assoluta”.* (Marx)

Dalla dichiarazione di inconvertibilità del dollaro nel ‘71 tutte le relazioni monetarie sono investite da rapporti di credito. Al sistema aureo si è sostituita la moneta di credito anche nell’ambito dei pagamenti internazionali tra le Banche Centrali. L’oro è stato messo in discussione anche co-

me misura del valore e mezzo di pagamento internazionale, come denaro mondiale.

Con l’affermazione della forma denaro creditizia anche a livello internazionale resta però la necessità di un perno attorno al quale gli altri elementi si definiscono. Ma senza una Banca Centrale mondiale, che emetta una moneta mondiale e si ponga al vertice di una piramide creditizia a questo livello, è una moneta di credito nazionale egemone che serve da riferimento a livello internazionale, in base alla posizione di forza del paese che la emette.

I requisiti che questa deve avere, secondo il FMI, sono:

- 1) *“essere di fatto ampiamente utilizzata per effettuare pagamenti internazionali;*
- 2) *“essere ampiamente trattata sui principali mercati dei cambi”.*

Dunque per lo stesso FMI è un dato di fatto a stabilire cosa sia denaro internazionale. Con le parole di un economista borghese, *“in materia monetaria internazionale vige dunque ufficialmente la legge del più forte”.* Il segno di valore costituito dalla moneta dominante rappresenta il prodotto dei rapporti di forza tra questa moneta e le altre monete nazionali.

Un altro requisito necessario per una moneta egemone è che il suo valore deve dimostrarsi sufficientemente stabile (il potere d’acquisto, il tasso

d'interesse e di cambio): la sua instabilità creerebbe infatti squilibri nel commercio e nei pagamenti internazionali.

In conclusione deve essere la moneta che si dimostra più liquida, cioè più "immediatamente scambiabile", a livello internazionale.

La moneta egemone però in quanto moneta di credito nazionale è portatrice di alcune congenite contraddizioni:

anzitutto c'è il problema della natura nazionale della istituzione che "produce fiducia" nella moneta internazionale: così se questa istituzione (la Banca Centrale), per ragioni interne devia da pratiche antinflazionistiche, c'è il rischio di una crisi di fiducia in tale moneta nella sua funzione di denaro mondiale.

Inoltre, dal momento che al regime di carta inconvertibile corrisponde il regime di cambi flessibili/variabili, e cioè un sistema monetario internazionale dominato dal mercato, in cui il cambio è determinato dalla domanda e offerta sui mercati, non può esserci una moneta con valore stabile. E i tentativi di regolare il prezzo di una moneta arrivano tardi e falliscono. Ciò vale anche per la moneta egemone: se diminuisce la sua domanda essa si svaluta, in quanto il suo valore dipende dal mercato. E con la sua svalutazione diventa meno conveniente come denaro mondiale.

Inflazione e svalutazione rappresentano dunque i due principali rischi che minano il regime egemonico fondato sul denaro di credito.

Di fronte ad una svalutazione eccessiva e costante del segno di valore dominante sul mercato mondiale e/o ad una sua valorizzazione causata da un processo inflazionistico interno, la reazione, in ultima istanza, può essere la caccia ad una o più merci reali, in grado di svolgere, in quanto effettivo controvalore, almeno in parte la funzione di mezzo di pagamento internazionale, di denaro mondiale.

E veniamo al dollaro. Dopo la dichiarazione di inconvertibilità dell'agosto '71, nel mercato mondiale il dollaro appare come un denaro di credito la cui convalida pone problema. Il tasso di cambio del dollaro con le altre monete nazionali dipende ora dagli scambi sui mercati internazionali; non è più vincolato all'oro, non è più convertibile con esso secondo un determinato rapporto di scambio: "Appare così come una sorta di assegno, che "di diritto" non potrebbe più assumere le funzioni di tallone dei prezzi, riserva di valore, mezzo di pagamento generale" (Debrunhof)

Da allora, col venir meno del suo rapporto con l'oro che legittimava tali funzioni, la sua egemonia si è indebolita, ma non è comunque venuta meno: *"conserva il potere rimuovendo però il fondamento della sua legittimi-*

tà”.

D'altra parte per il dollaro è difficile a questo punto stabilire la distinzione tra denaro e credito, in quanto, essendo moneta nazionale, il suo impiego come denaro internazionale significa che gli USA possono regolare i loro conti esteri per mezzo del loro debito, cioè spendere a credito indefinitamente (il cosiddetto “diritto di signoraggio”). Così “con la dichiarazione del '71 si stabilisce per decreto l'indifferenza tra debiti e denaro: si legittima l'insolvenza”. Quello che era debito è ora denaro: le attività denominate in dollari (riserve delle Banche Centrali estere, depositi bancari stranieri in USA, titoli del tesoro detenuti all'estero), costituiscono infatti sia la base monetaria dei traffici mondiali che il debito USA. Debito USA e denaro mondiale si identificano.

Finché i fornitori esteri dell'economia USA accettano i pagherò della FED, gli USA non devono reperire esternamente i mezzi finanziari per le loro spese estere: così gli USA hanno potuto finanziare i disavanzi commerciali senza rispettare il vincolo internazionale.

Anche l'uso particolarmente attivo della politica monetaria dal 2000 in poi gli USA se lo sono potuti permettere per la funzione del dollaro come moneta dominante, che ha permesso di non pagare il costo degli squilibri in termini di deficit e debito estero

che quella politica ha generato. D'altra parte anche qui si fa valere alla lunga la necessità di rispettare il vincolo del denaro.

Nel momento in cui la moneta dominante, il dollaro, puro denaro di credito, e quindi fondato sulla fiducia, perde valore a causa dell'indebolimento della forza economica, politica e militare degli Usa, la sua legittimità si trova in difficoltà.

Anche a livello del denaro mondiale, cioè, lo sganciamento dall'oro fa sì che la moneta dominante rischi di essere delegittimata nel momento in cui perde valore sul mercato internazionale delle monete a causa della debolezza complessiva dello Stato che ne dovrebbe essere ormai l'unico garante.

Privilegiando i fattori interni, abusando del ruolo del dollaro, gli USA stanno rischiando oggi di rendere l'uso del dollaro non più conveniente sul piano delle transazioni commerciali né su quello degli strumenti finanziari, e di mettere quindi in discussione il dollaro come moneta mondiale.

Infine, anche qui, quando con la crisi la fiducia viene meno, il debito deve essere pagato. E la crisi del dollaro genera la caccia o ad altre monete (euro) che possono dare maggior affidamento, o addirittura all'oro, merce reale.

Anche con la forma denaro oggi

dominante, fondata sul credito, continua dunque a farsi valere il vincolo del denaro. Il meccanismo di funzionamento piramidale della moneta di credito, sia a livello interno che internazionale, che dovrebbe sostituire la garanzia data da un equivalente reale, è generatore di contraddizioni quanto (e forse più) lo era la merce denaro.

Le contraddizioni inerenti al denaro, necessaria forma di connessione sociale in una economia di produttori privati indipendenti l'uno dall'altro, si manifestano anche con la forma denaro fondata sul credito. Il tentativo di superare con nuove forme denaro le contraddizioni ad esso insite si rivela una mera illusione. Si tratta infatti di contraddizioni irrisolvibili cambiando solo la forma denaro in una economia necessariamente dominata dal valore di scambìo, qual è anche quella regnante nel capitale sviluppato.

Come ci diceva Marx (nei Grun-

disse) *“le differenti forme del denaro (moneta metallica, carta moneta, moneta di credito...), possono corrispondere meglio alla produzione sociale ai diversi livelli; una forma può eliminare degli inconvenienti ai quali l'altra non è in grado di far fronte. Ma finché esse rimangono forme del denaro e finché il denaro rimane un rapporto di produzione essenziale nessuna può superare le contraddizioni inerenti al rapporto di denaro; può tutt'al più rappresentarle nell'una piuttosto che nell'altra forma”*. E questo resta valido non solo per i tentativi illusori del capitale di superare le proprie contraddizioni attraverso un regime monetario più “flessibile” quale quello fondato sul denaro di credito, ma anche per quanti ancora oggi, come ai tempi di Marx i proudhoiani contro i quali sono dedicate le parole citate, propongono “a sinistra” (e sono i più!), soluzioni monetarie riformiste neokenesiane alla crisi del capitale.



Centro di Documentazione “**Wacatanca**”  
in via Conte Rosso, 20 a Miilano.  
*wacatanca@gmail.com*

Fotocopiato in proprio, 14/11/2008, Milano.